

MOUVEMENTS DU CHANGE

POLITIQUES DE STABILISATION

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Sera présenté et soutenu le mardi 10 juin 1949, à 3 heures

Léon HILLEL

Président : M. TRUCHY, professeur.
Suffragants : { MM. DESCHAMPS, professeur.
 HITIER, professeur.

PARIS

ÉMILE LAROSE, LIBRAIRE-ÉDITEUR

44, RUE VICTOR-COUSIN, 44

1919



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41552826_0005

THÈSE

POUR

LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

MOUVEMENTS DU CHANGE

ET

POLITIQUES DE STABILISATION

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera présenté et soutenu le mardi 10 juin 1919, à 3 heures



PAR

Léon HILLEL

Diplômé de l'École des Sciences Politiques
et de l'École Supérieure de Commerce de Paris

Président : M. TRUCHY, professeur.

*Suffragants : { MM. DESCHAMPS, professeur.
 HITIER, professeur.*

PARIS

ÉMILE LAROSE, LIBRAIRE-ÉDITEUR

44, RUE VICTOR-COUSIN, 44

—
1919

INTRODUCTION

Presque tous les pays d'Europe subissent actuellement les effets d'une inflation monétaire conséquence des émissions surabondantes de papier. Cette situation se répercute sur les changes et nous assistons à une généralisation des changes erratiques, c'est-à-dire, dont les fluctuations ne sont pas limitées par les gold point d'entrée et de sortie. Il nous a paru intéressant d'étudier les questions qui naissent de cet état de choses particulier. Nous ne nourrissons pas la présomption de faire œuvre nouvelle. La matière des changes est de celles qui, en économie politique, ont donné lieu à une littérature importante, mais les opinions sont loin de s'accorder.

Quels sont les effets d'un change déprécié ? Il constituerait, pour certains, un encouragement au développement de la prospérité nationale. Pour d'autres, au contraire, il nuirait à ce développement en créant une situation dans laquelle il ne peut exister aucune sécurité pour la fortune privée. Nous essaierons de dégager de ces théories discordantes la part de vérité que chacune d'elles peut contenir.

Comment remédier au trouble provoqué par un change avarié ?

Telles sont les deux principales questions qui feront l'objet de notre exposé.

Dans la première partie de ce travail nous examinerons les causes et les conséquences des fluctuations de la cote des changes et nous prendrons parti, non sans une certaine témérité, dans les discussions relatives à la répercussion sur les changes des émissions de papier-monnaie et des événements militaires.

La deuxième partie sera consacrée à l'étude des diverses politiques de stabilisation dont la seule existence fait justice des théories qui considèrent comme un bien la dépréciation du change.

Enfin, dans la troisième partie, nous verrons par quels moyens la France a su, pendant la guerre, assurer au franc une grande fermeté sur les places étrangères.

PREMIÈRE PARTIE

Causes et conséquences du mouvement des changes

PREMIÈRE SECTION

ÉTUDE DES CAUSES QUI INFLUENT SUR LES CHANGES

CHAPITRE PREMIER

Balance des règlements

Le change est, dans l'ordre international, le moyen de compensation des dettes et des créances d'un pays à l'égard de tous les autres. Cette compensation s'effectue sur le marché où se traitent les devises étrangères : les nationaux qui possèdent des créances sur l'extérieur les y cèdent à ceux qui ont des dettes à payer et ces opérations permettent d'effectuer les règlements sans recourir

à aucun mouvement, entrée ou sortie, de métal or, sauf dans la mesure où la balance du commerce présente un solde favorable ou défavorable.

La notion du change s'allie ainsi à celle de la balance du commerce qui seule fixe la situation du pays envisagée au point de vue de ses règlements extérieurs.

Longtemps elle n'a comporté que les montants respectifs des achats et ventes de marchandises, mais à mesure que les relations internationales ont pris une plus grande extension, les transactions entre les pays sont devenues plus fréquentes et la balance n'est plus uniquement influencée par les exportations et les importations. Pour avoir une idée de ce que peut être à une époque déterminée la situation d'un pays, on ne doit plus se borner à considérer les quantités de marchandises qu'il a exportées et importées, mais il faut faire entrer en ligne de compte, tout ce qui le rend débiteur ou créancier à l'égard de l'étranger.

Sans doute les exportations et les importations restent encore l'élément primordial de la balance, mais une grosse partie des dettes et créances internationales doivent leur origine à des opérations d'une autre nature. Goschen a indiqué, très clairement, que la situation des dettes réciproques entre deux pays « ne résulte pas tant
« des échanges respectifs des produits que de la relation
« entre la totalité des dépenses faites par chaque nation
« chez l'autre que ce soit pour le paiement de matières
« ou de produits, pour l'achat d'actions et de fonds
« publics, pour le règlement de profits, de commission
« de redevances quelconques, ou pour l'acquit de

« dépenses faites par les résidents au dehors ou les
« voyageurs, en un mot de tous les paiements ou de
« toutes les promesses de payer qui sont dans chaque
« pays (1) ».

En réalité, ce qui pèse sur la balance du commerce, ce sont les engagements de payer à brève échéance. Ainsi, un emprunt qui, sans conteste, constitue une dette pour le pays qui l'a contracté n'influera sur le marché des changes qu'à l'époque de son remboursement, sauf en ce qui concerne les transferts de fonds qu'exige le service des intérêts et de l'amortissement.

D'une façon générale, le change n'est directement influencé que par les créances et les dettes d'une échéance ne dépassant pas 3 mois, car, seules, elles peuvent faire l'objet de négociations sur le marché, les usages des différentes places excluant les transactions sur des tirages plus longs.

Le cours du change à un moment donné dépendra donc de l'importance des créances et des dettes qui doivent être réglées dans un espace de temps limité. Dans les pays à circulation saine, ce cours oscille autour du pair (2).

Si la demande de papier sur l'étranger et l'offre de ce papier se faisaient équilibre, le cours du change serait précisément ce pair, car il n'y aurait aucune raison pour

1. Goschen, *Théorie des changes étrangers*, trad. française de Léon Say (Paris, Guillaumin, 1896, 4^e éd.), p. 86.

2. Le pair est la valeur de la monnaie nationale exprimée en la monnaie d'un autre pays suivant la quantité de métal fin que contiennent légalement l'une et l'autre de ces monnaies.

les acheteurs de payer plus cher ce que les vendeurs détiendraient en quantité suffisante pour répondre à toutes les demandes qui pourraient en être faites. On ne comprendrait pas davantage que les vendeurs puissent se dessaisir de leurs effets à un cours inférieur au pair, puisque ce cours serait fixé par la loi de l'offre et de la demande. Cet équilibre d'ailleurs ne se peut concevoir que si les créances et les dettes sont en parfaite équivalence, en d'autres termes, si la balance commerciale ne nécessite aucune entrée ou sortie de numéraire.

Or, il en est rarement ainsi. Si cette balance est favorable, il y aura sur le marché une offre de papier plus grande que celle qu'il peut en absorber. Un certain nombre de détenteurs de traites ne pourront les réaliser et, pour s'en couvrir, seront dans la nécessité de se faire envoyer du numéraire par leurs débiteurs étrangers, supportant les frais inhérents à ces sortes d'expéditions. La crainte pour chaque vendeur de liquider de cette manière l'opération initiale, l'incitera à céder sa traite au-dessous du pair, au cours fixé par la loi de l'offre et de la demande.

Si la balance était défavorable la crainte d'avoir à envoyer du métal agirait, de même, sur l'acheteur qui consentira à payer la traite au pair plus une prime.

La possibilité de pouvoir expédier ou se faire expédier de l'or limite cette différence, en plus ou en moins, aux frais d'envoi ou à ce qu'on appelle le gold point. Exceptionnellement, ce gold point peut être dépassé si les créanciers appréhendant une crise, voulaient aussitôt rentrer dans leurs fonds, sans avoir à compter sur les

délais que pourrait entraîner un envoi de métal par leurs débiteurs étrangers.

La balance du commerce ou économique d'une nation qui, nous venons de le voir, se résout par une entrée ou sortie de numéraire doit être regardée à l'égard, non seulement de chacun des autres pays, séparément pris, mais à l'égard de tous ceux avec lesquels la nation envisagée se trouve en rapports d'échanges. C'est seulement en comparant toutes les exportations et toutes les importations, et d'une façon générale, tous les éléments de créances et de dettes qu'on pourra conclure que le pays en question a un solde à recevoir ou à payer au dehors. Si les documents statistiques permettaient d'obtenir une telle indication, on arriverait à ce résultat idéal que chaque pays, après compensation de toutes ses créances et dettes à l'égard de l'étranger, n'aurait à envoyer un solde en numéraire qu'au seul des autres pays dont les créances n'auraient pu être intégralement compensées.

L'intervention des banques, et notamment des banquiers dits cambistes, s'exerce d'ailleurs très utilement dans cet ordre d'idées. A l'affût des plus minimes variations des cours, ils sont les véritables stabilisateurs du marché, évitant, par leurs opérations d'arbitrage, les soubresauts trop brusques. D'autre part, exactement et rapidement renseignés sur les cotes des différentes places internationales ils sont à même de juger du meilleur parti que le pays peut tirer de ses traites en monnaie étrangère par leur négociation sur tel ou tel marché. Les effets payables, par exemple, à New-York, pourront

être vendus à Londres, si le \$ (dollar) s'y trouvait coté à un cours meilleur que celui de la place émettrice, que nous supposons être Paris. Le négociateur parisien aura ainsi à sa disposition les livres sterling que lui aura procurées sa traite en dollars. Il pourra, à son gré, les utiliser soit à la liquidation d'une dette qu'il pourrait avoir à Londres, soit à se procurer des francs, par la vente des livres, à Paris, terminant ainsi le processus de l'opération. Ou bien il pourra effectuer le règlement d'une dette à Stöckholm en demandant à son correspondant anglais d'acheter des Kronors, sur son marché après réalisation des Livres sterling. Cet exemple peut être élargi et comprendre une infinité de places mais il est certain que la détermination de l'avantage que cette façon d'opérer permettrait d'obtenir devra tenir compte des frais et commissions qui seraient perçus par les intermédiaires. Il montre, en tout cas, que la compensation peut se faire sur une large échelle, par l'arbitrage, tirant profit des écarts de cours qui se manifestent sur les diverses places, et tendre ainsi à stabiliser la cote de tous les changes.

De ce qui précède, il résulte que le change est influencé par tout événement qui constitue un pays débiteur ou créancier de l'étranger, autrement dit par la balance économique. Le cours ne se fixe au pair que, dans le seul cas, où les créances et les dettes se compensent de façon absolue. Dès que les dettes excèdent les créances, les acheteurs d'effets sur l'étranger doivent payer une prime. Dans l'éventualité contraire les vendeurs de papier le cèderont avec une perte sur le pair.

Cette prime et cette perte oscillent entre deux points extrêmes, le gold point de sortie et le gold point d'entrée. Les fluctuations des cours dans la limite ainsi indiquée, constituent le mouvement des changes dans un pays à circulation saine.

CHAPITRE II

Dépréciation de la monnaie intérieure

Dans un pays qui ne possède plus une circulation saine et est saturé de papier-monnaie, la situation apparaît plus complexe. C'est, qu'en effet, l'absence de stock monétaire ne permet plus de se libérer vis-à-vis de l'étranger par des envois de métal, comme nous l'avons vu se faire dans les pays à circulation saine. Si la balance commerciale est débitrice, les débiteurs n'ont pour régler leurs dettes que le moyen de se procurer des effets dont les détenteurs ne se dessaisissent qu'à des conditions qu'ils déterminent quelque peu arbitrairement et qui, en tout cas, ne peuvent être restreintes par aucune limite analogue au gold point. Le solde déficitaire ne pourra se liquider que par un envoi de marchandises semblable aux envois d'or effectués par les pays qui en possèdent. Pour rendre ces expéditions de marchandises possibles, il est indispensable que se produise un écart suffisant dans le cours du change permettant de couvrir les frais, sensiblement élevés, qui frapperont ces exportations. Aucune entrave

d'ailleurs n'empêchera cet écart ; à tous moments des soubresauts se manifesteront dans les changes compliquant singulièrement le jeu des relations internationales. La situation se présenterait sous un jour moins pénible si la balance commerciale était créditrice car, dans ce cas, les débiteurs étrangers auraient toujours la faculté d'envoyer du métal or pour se libérer.

Ainsi la principale cause de la dépréciation du change semble provenir de la difficulté de se procurer du métal jaune pour les règlements extérieurs. Telle n'est pas l'opinion de la plupart des économistes classiques. Ricardo considère la hausse des changes comme la conséquence fatale de l'excès des émissions. Suivant l'expression de M. Maurice Ansiaux, « le principe quantitatif que les classiques invoquaient pour rendre compte de la distribution internationale des métaux précieux, est aussi à leurs yeux la clef des oscillations déréglées du cours des devises là où les changes sont erratiques » (1).

M. Leroy-Beaulieu estime même que le « rapport des dettes et des créances exigibles entre le pays et tous les autres, qui, pour les pays à situation normale détermine surtout le cours du change devient secondaire dans le cas qui nous occupe ». Mais M. Leroy-Beaulieu fait intervenir d'autres causes plus complexes car il ajoute à l'influence du chiffre des émissions, celle de divers éléments d'ordre psychologique comme

1. Maurice Ansiaux, *Principes de la politique régulatrice des changes* (Bruxelles, Misch et Tron, 1910), p. 80.

la confiance de l'opinion dans l'avenir du papier, l'appréhension de trop grandes émissions, etc...

Cette thèse a été reprise par un financier éminent, M. Germain, qui, en 1902, écrivait :

« Il n'y a qu'un seul facteur qui exerce une influence
« décisive sur le cours du papier-monnaie : c'est l'abon-
« dance plus ou moins grande de ce papier. Toutes les
« fois que son chiffre dépasse les besoins de la circula-
« tion, ce papier-monnaie se déprécie, et sa déprécia-
« tion est en proportion directe de sa surabondance » (1).

Seuls donc les événements intérieurs touchant la circulation provoqueraient les oscillations du change ; on néglige comme constituant un fait d'ordre secondaire la position de la balance commerciale. Nous verrons ultérieurement que cette théorie, si elle était reconnue exacte, conduirait à une autre, dont les conséquences seraient infiniment plus dangereuses, car elle enseignerait que le seul moyen de stabiliser le change serait de retirer de la circulation le papier-monnaie qui y existe en excès. Un autre reproche adressé à la thèse classique est qu'elle ne dégage pas nettement la liaison pouvant exister entre la quantité de papier-monnaie et la dépréciation du change.

M. Nogaro, pour ne pas vouloir admettre l'influence exclusive de la circulation-papier est tombé dans l'excès contraire, et en vient par un développement qui mérite d'être intégralement cité, à cette déduction que la cause

1. H. Germain, Lettre sur le change espagnol, *Le Temps*, 4 avril 1902.

déterminante de l'instabilité du change, c'est-à-dire des oscillations profondes de la valeur dépréciée réside dans sa situation au point de vue de la balance des comptes (1).

Lorsque, dit M. Nogaro, « dans un pays où l'on ne
« dispose pas *ad libitum* de monnaie valable à l'exté-
« rieur, il y a un solde à régler à l'étranger, les débi-
« teurs de l'étranger en sont réduits à payer une prime
« pour se procurer des moyens de règlement et à passer
« par les conditions souvent arbitraires qui leur sont
« imposées. En effet, la vente de fonds publics sur les
« bourses étrangères, des ouvertures de crédit faites
« dans de mauvaises conditions constituent les expé-
« dients auxquels doivent recourir ceux qui assument
« la charge du règlement effectif. Et l'incertitude d'un
« change, dans de telles conditions, est encore accrue
« par l'intervention d'intermédiaires qui spéculent.
« Aussi voit-on dans ce cas le cours du change subir des
« oscillations déréglées.

« Or, cette prime illimitée sur la monnaie valable à
« l'extérieur est, en somme, le fait concret sur lequel
« repose généralement aujourd'hui la conception d'une
« dépréciation.

« La dépréciation tient d'abord à la nécessité de sol-
« der les différences avec l'étranger, et d'autre part, à
« l'insuffisance du stock de monnaie valable à l'ex-
« térieur ».

1. Bertrand Nogaro, Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation (*Revue économique internationale*, septembre 1908, pp. 493-518).

M. Nogaro cite l'exemple de l'Argentine et constate que le peso a été stabilisé sans contraction monétaire dans la circulation, et sans substitution dans la circulation d'espèces en or, du jour où une caisse de conversion a assumé la charge de fournir à un taux fixe, l'or nécessaire aux règlements avec l'étranger. Cette expérience montre que « la dépréciation ne tenait ni à « l'abondance du papier-monnaie, ni à sa qualité de « monnaie non métallique ».

Arrivé à ce point de son argumentation, M. Nogaro recherche par rapport à quoi la monnaie est dépréciée. Elle peut l'être par rapport à une autre monnaie intérieure, « ou bien, elle peut être dépréciée par rapport « à la monnaie extérieure. Il s'agit alors d'une baisse « de son cours au-dessous de la parité prise pour base : « cette appréciation s'évalue uniquement d'après la « prime variable exigée pour la convertir en moyens de « règlement sur l'extérieur et n'affecte que les prix des « objets importés (par suite de la nécessité d'ajouter le « montant de la prime à leur prix).

« Or, en ce cas, ce n'est pas par suite de la dépréciation que le change est instable. C'est au contraire « parce que le change est instable que nous constatons « une dépréciation : elle apparaît à l'occasion d'une opération de change, en vertu d'un mobile psychologique « très précis et résulte de la difficulté éprouvée à se « procurer des moyens de règlement à l'étranger ».

Il est un point qui ne peut être contesté, c'est quand M. Nogaro dit que la dépréciation apparaît à l'occasion d'une opération de change ; mais peut-on affirmer qu'elle

n'existait pas auparavant ? Sans doute, la monnaie ne peut se déprécier par rapport à elle-même, car mesure de valeur elle ne peut être elle-même mesurée ; mais si on ne peut concevoir une dépréciation en soi de la monnaie, rien ne s'oppose à ce que tous les objets et services enregistrent une hausse par rapport à elle. Si antérieurement un objet s'achetait avec 10 unités monétaires, il s'achètera désormais avec 15. Mais cet écart ne se chiffrera qu'à l'occasion d'une opération de change. Du moment que le pouvoir acquisitif de la monnaie intérieure s'est réduit à l'égard de toutes choses, il se sera également réduit à celui de la monnaie extérieure qu'il faut acheter. Jusqu'à ce que cette constatation ait pu être faite, la dépréciation intérieure restera à l'état latent, on observera bien une hausse de tous les produits, mais on ne pourra en établir le taux d'une façon précise. C'est seulement lorsque les nationaux voudront se procurer une monnaie extérieure que la hausse se déterminera par le prix plus élevé en monnaie nationale qu'ils devront payer. Mais ce prix comprendra aussi une prime de change, si la balance est déficitaire. Si, au contraire, elle s'équilibrait, il y aurait bien ce qu'on appelle une dépréciation du change, mais qui ne serait pas réelle, car elle ne ferait que constater l'état de choses général de l'intérieur du pays. Elle résulte simplement de ce fait que les places étrangères cotent l'ancienne monnaie qui n'existe plus en circulation.

S'il en était différemment, comment expliquerait-on qu'un pays puisse maintenir ses relations avec l'étranger alors que son change est considérablement déprécié, et

qu'il doit payer les marchandises importées avec quelquefois une prime de 75 o/o et plus. S'il peut le faire c'est pour le motif que tous les produits indigènes ont subi une hausse générale conséquence de la dépréciation de la monnaie, et que cette prime de 75 o/o comprend d'abord, le taux de dépréciation, et ensuite, si la balance présente un déficit, la prime de change proprement dite.

Ainsi les deux thèses opposées contiennent chacune leur part de vérité. Les émissions de papier entraînent la hausse de tous les prix en y comprenant celui de la monnaie extérieure, la dépréciation du change enregistre cette hausse. Mais la balance commerciale si elle est déficitaire donne naissance à une prime qui accroît cette dépréciation. Quant aux fluctuations du change, elles résultent exclusivement de la position de la balance, sauf dans les périodes où des émissions de papier entraînent une nouvelle dépréciation de la monnaie.

CHAPITRE III

Quid des événements militaires ? Mesure dans laquelle ils agissent

L'examen auquel nous avons procédé des causes qui produisent les mouvements du change a implicitement supposé que le pays se trouvait en période normale, mais la guerre suscite sur tous les terrains de multiples problèmes, elle modifie quelquefois profondément les prévisions établies et bouleverse les théories. Agit-elle

également sur la question des changes, et la balance économique que nous avons vu être la seule et véritable cause des fluctuations de la cote, conserve-t-elle cette prépondérance ?

L'opinion publique a, durant toute la crise qui vient de prendre fin, vécu dans la certitude que les changes sont fonction des pronostics des neutres sur l'issue de la guerre. Nous ne nous serions arrêtés à cette croyance si elle n'avait rencontré une certaine faveur auprès de savants et publicistes estimés pour leur science profonde des phénomènes économiques.

Dans un article paru dans le *Journal des Débats* (1), M. Paul Leroy-Beaulieu, retraçant dans ses grandes lignes la situation après deux années de guerre, effleure la question des changes. Il compare la perte du franc et du mark sur les marchés neutres et termine en assurant que « la vraie cause de la dépréciation du change allemand, c'est... la cote des paris : le change allemand est beaucoup plus déprécié que le nôtre parce que l'ensemble des pays neutres croit que l'Allemagne perdra la guerre ».

Un publiciste fort connu et apprécié partage cette opinion. Sa « Semaine Financière » du journal *Le Temps* en a constamment défendu le principe et une de ses chroniques sur le sujet dit : « Suivons donc toujours attentivement le cours du change sur les marchés neutres. Nous y lisons en quelques chiffres l'opinion du monde entier sur l'issue de la guerre ».

(1) *Journal des Débats*, 1^{er} août 1916.

Développant dans l'*Economiste français* ce qu'il avait écrit en termes quelque peu généraux, M. Leroy-Beaulieu indique lui-même que sa proposition « serait « insoutenable si l'on ne voulait voir à la tenue et aux « variations du change que cette seule cause » (c'est-à-dire la croyance que l'Allemagne perdra la guerre). « Il y a en plus et en premier lieu une cause substantielle d'ordre technique ». Cette cause que M. Leroy-Beaulieu considère comme substantielle, c'est l'offre et la demande des changes, « l'effet purement mécanique « des difficultés de compensation matérielle à effectuer « entre les pays considérés pour le règlement et les paiements des échanges ou des dettes à solder » (1).

Ainsi, à côté et concurremment avec la cause générale dérivant de la balance commerciale, il y aurait une cause spéciale qui résulterait de la confiance plus ou moins grande qui animerait les neutres sur la victoire de telle ou telle des parties adverses.

M. Rambaud, l'éminent professeur de la faculté catholique de droit de Lyon, s'est élevé très énergiquement contre cette prétendue cause résultant de certains pronostics, et d'on ne sait quels paris que formeraient les neutres.

Nous devons, néanmoins, nous empresser d'ajouter qu'il y a là une certaine apparence de vérité ; les événements peuvent influencer sur les mouvements du change, mais ils ne peuvent le faire que pendant un très court laps de temps. Nous faisons allusion à l'action des

(1) *Economiste français*, 2 septembre 1916.

Hillel

spéculateurs qui s'exerce dans une très large mesure sur le marché. Mais cette action ne peut être qu'éphémère puisqu'elle n'a d'autre effet que « de combattre
« les trop grands écarts et de concourir, par conséquent,
« à une moindre instabilité par une alternance factice
« d'offres et de demandes anticipées » (1). Hormis cette courte influence dans le domaine qui nous intéresse, nous devons maintenir que, comme en période normale, le mouvement des changes résulte de la position de la balance du commerce, c'est-à-dire des règlements effectifs qu'un pays a à faire ou à recevoir de l'extérieur.

La spéculation peut se baser et se base ordinairement sur d'autres événements que les faits économiques mais son action passagère ne peut influencer la tendance générale des cours, qui dégagée des fluctuations quotidiennes, doit seule être utilisée dans les conclusions d'une analyse réellement scientifique. Ce n'est pas parce que le change a haussé ou baissé à une date quelconque qu'il est juste de dire que cette fluctuation a été causée par un fait déterminé si, par la suite, les conséquences de ce fait ne produisent pas la même oscillation en hausse ou en baisse. Mille causes ont pu amener cette fluctuation ; rien, en effet, n'est plus sensible qu'un marché des changes où le moindre bruit touchant de près les choses politiques ou militaires occasionne des mouvements en sens divers résultant, surtout, de l'extrême nervosité de la spéculation. Or, pour les spéculateurs, une vente doit se liquider au plus tôt par un achat ; il

(1) Lettre de M. Rambaud. *Economiste français*, 2 sept. 1916.

n'entre pas, dans leur coutume, de conserver indéfiniment la position d'acheteurs ou de vendeurs qu'ils ont assumée et de subir pendant plus d'un certain nombre de jours les risques de fluctuation des cours. C'est en vue de tirer un avantage rapide d'un écart éventuel qu'ils combinent leurs opérations. Leur action en faveur de la hausse — s'ils se portent acheteurs — se trouve presque immédiatement neutralisée par une autre qui produit la baisse, — en sorte que les opérations, simplement spéculatives, ne peuvent influencer sur la tendance générale. Celle-ci qui marque, par conséquent, la position vraie des changes résulte des opérations de vente et d'achat effectives de devises étrangères, donc de la balance commerciale.

Si les événements militaires et les pronostics des neutres sur l'issue de la guerre pouvaient efficacement influencer les cours, nous nous demanderions avec M. Rambaud, pour en revenir à l'affirmation de M. Paul Leroy-Beaulieu, « comment se fait-il qu'un chèque sur Francfort « payable par un sujet allemand dont la solvabilité « actuelle n'est pas mise en doute se vende avec 20 ou « 25 0/0 de perte parce que l'on s'attend à ce que l'Allemagne soit vaincue dans six mois et que son gouvernement manque dans un an à sa signature » (1).

A cette question si précise il a été répondu que « la « solvabilité du sujet allemand n'a rien à voir avec la « dépréciation de la monnaie de son pays. Si le chèque « payable par lui porte la somme de 100 marks, il paiera

1. *L'Economiste français*, 2 septembre 1916.

« ces 100 marks puisqu'il est solvable, mais c'est seulement lorsque le créancier neutre transformera ces marks en francs suisses ou en une autre monnaie de pays neutre que la perte apparaîtra pour lui (1) ». Fort bien, mais nous avouons ne pas voir en quoi les pronostics sur l'issue de la guerre trouvent ici à s'exprimer. Le créancier suisse négociera sa traite, car c'est la traite qu'il se préoccupera de vendre et non les billets de banque que son débiteur allemand remettra en paiement au présentateur. De ces billets, il n'a que faire. Il cédera donc sa traite à qui aura une dette à payer en Allemagne. Là où la perte apparaîtra ce sera, au moment où les tractations entre acheteurs et vendeurs de traites en marks, auront montré que les créances sur l'Allemagne sont en importance plus grande que les dettes. C'est à la suite d'une série de flottements que s'établira le cours auquel devront s'effectuer ces cessions de papier. Peu importe qu'il vienne à se produire un événement susceptible d'être favorablement ou défavorablement interprété pour l'issue de la guerre. Il ne fera pas qu'il y ait un acheteur de plus ou un vendeur de moins. L'intervention de la spéculation pourra un instant fausser le marché mais son action ne pourra longtemps modifier l'état de choses. Il n'y a qu'un seul cas où l'événement dont il s'agit pourrait sérieusement affecter les cours, ce serait s'il incitait un ou plusieurs vendeurs à se retirer du marché. Son influence ne se ferait donc sentir que dans le sens de la hausse puisque, quelle que puisse

1. *Le Temps*, 11 septembre 1916.

être la situation nouvelle, l'acheteur de change est tenu de maintenir son intention d'achat, car il a une dette exigible à régler, tandis qu'ayant une créance, le vendeur peut en différer le recouvrement ; — et, encore, ne se retirera-t-il du marché que s'il prévoit une cause certaine de hausse, — et non seulement sur un simple pronostic.

Dire que le change allemand était en baisse constante parce que l'ensemble des pays neutres croyait que l'Allemagne perdrait la guerre, nous paraît être une contre-vérité, car si cette croyance existait, elle ne pouvait qu'abandonner le change allemand à son propre sort, à celui qui résulterait du jeu de la balance commerciale. C'est donc elle seule qui aurait régi le cours du mark, et nous croyons avoir démontré par là même que la baisse du change allemand est due uniquement à un déficit de cette balance.

S'il en était différemment et si les pronostics que forment les neutres agissaient sur le change, comment expliquer que les changes des pays de l'Entente aient subi des fluctuations en sens divers avec des pertes, plus ou moins sensibles sur le pair, alors que le pacte de Londres interdisant toute paix séparée établissait une solidarité étroite entre les adhérents. Pronostiquer la victoire de la France, c'était aussi pronostiquer celle de la Russie. « Or, comme le constate M. Rambaud, « chez les neutres les changes sur les belligérants s'éta-
« gent sensiblement ainsi, Londres au pair, Paris 11 0/0
« de perte ; Rome 18 0/0 ; Berlin 22 0/0 ; Pétersbourg 40 0/0
« alors que les pronostics ne s'étagent point de même

« attendu d'abord qu'ils ne séparent pas l'Angleterre, « la France et la Russie (1) ».

A l'appui de son argumentation, M. Leroy-Beaulieu mentionne que la déclaration de guerre de la Roumanie à l'Autriche impressionna favorablement les changes de tous les pays du groupe de l'Entente et notamment celui du rouble. Il y trouve la preuve que « la prévision « des événements politiques en dehors de toute autre « circonstance influe sur le change ». Nous ne le nions pas, mais nous y voyons uniquement l'action de la spéculation qui agit bien, en dehors de toute circonstance véritablement économique, sur l'emballement provoqué par tout événement politique ou militaire. Pour raisonner sur l'exemple même qui nous est fourni par M. Leroy-Beaulieu, nous constatons, en nous reportant au tableau des Changes à Genève pendant la guerre que nous avons emprunté à la Situation Economique et Financière, que cette hausse du rouble ne s'est pas longtemps maintenue et qu'elle a été suivie d'une forte baisse qui se traduit par une déclivité accélérée de la courbe.

D'autre part, cette hausse provient-elle exclusivement des pronostics sur l'issue de la guerre, l'espoir de voir la Russie débloquée et reprendre ses exportations n'a-t-il pas été plus agissant ? A cet égard, on doit se remémorer les espérances malheureusement déçues sur la jonction possible de l'armée roumaine avec celles de Salonique. Il est fort possible et à juste droit, d'ailleurs, que la hausse du rouble qui, dans l'esprit des

1. M. Rambaud, *Economiste français*, 2 sept. 1916.

détenteurs de traites sur la Russie, devait résulter de la reprise des relations commerciales avec ce pays, les ait incités à conserver ce papier en portefeuille, et contribuer ainsi, pour une large part, à cette hausse. Une autre part en revient à la spéculation comme le prouve la chute rapide du rouble, au moment où il fut avéré que le déblocage de la Russie ne devait pas se produire. Alors les choses reprirent leur ancien cours, les détenteurs d'effets les rapportant à nouveau sur le marché. Dira-t-on que l'invasion de la Roumanie par les armées de Mackensen fit perdre aux neutres la foi dans la victoire des Alliés et que la baisse du change russe était due à ce fait ? Non, car le franc, quoiqu'ayant subi une légère baisse se maintient ferme, et qu'il en est de même de la livre sterling, alors que rien n'arrête le rouble dans sa chute.

Le graphique des changes pendant la guerre nous fournit d'autres exemples, tout aussi probants. L'entrée de l'Italie dans le camp allié, en mai 1915, s'accompagna à Genève d'une baisse du franc, du rouble, de la lire, alors qu'au contraire, le mark et la couronne autrichienne accusaient une certaine fermeté. Pourtant, ceux qui pratiquaient l'opinion de la victoire des Alliés de l'Entente devaient trouver de nouveaux motifs d'y persévérer, l'apport de près de 3 millions d'hommes que laissait présager l'intervention italienne ne pouvait leur être indifférent.

La retraite russe, en juin-juillet-août 1915, coïncida avec une légère baisse du franc, la livre sterling, maintenant, à peu de chose près, sa cotation antérieure,

mais le mark paraît plus ferme, alors que la couronne continue sa baisse. On ne peut donc tirer aucun argument en faveur de la prétendue action des pronostics, chaque devise paraît suivre son sort propre.

Voici un autre événement : l'invasion de la Serbie en octobre 1915. Elle marque le point de départ de la baisse du mark et de la couronne ; le franc, au contraire semble se relever, quoique peu sensiblement, mais la livre sterling n'enregistre aucune fluctuation sérieuse.

L'abdication du tzar voit la chute brusque de tous les changes belligérants. Cet événement aurait pu cependant être interprété en faveur de l'un ou l'autre camp, et si nous devrions admettre l'action des pronostics nous serions dans l'obligation d'observer que les neutres étaient dans une profonde indécision et sans doute, à se demander, si, tous les belligérants, dans un camp comme dans l'autre, ne perdraient pas la guerre.

La période qui suivit l'intervention américaine suscite une observation analogue : tous les changes baissent en commun. Cependant, il est incontestable que cette intervention, qui, on peut le dire, par les ressources immenses qu'elle jetait dans la balance des alliés fixa le sort de la guerre, devait dissiper tous les doutes des neutres. Il est très présumable qu'elle y parvint, mais la Cote des changes n'en porte aucune trace ; c'est donc que les pronostics n'eurent sur elle aucune action, tout au moins opérante.

La foi admirable de la France en la victoire finale ne s'est pas un seul instant démentie, même aux jours les plus sombres de la guerre ; l'énergie, la comba-

tivité et le courage de ses enfants ont été couronnés comme ils le méritaient, mais ce n'est désobliger personne que de dire que cette foi n'a pas toujours été partagée par tous les neutres. La propagande ennemie d'ailleurs s'employait à fausser les meilleurs jugements. Pourtant, à tout instant de la guerre, la dépréciation du franc a été sensiblement inférieure à celle du mark et cette différence est née du jour où le blocus obligea l'Allemagne à cesser ses exportations, lui enlevant ainsi toute possibilité de se constituer des créances sur l'étranger. Nous pouvons donc dire, en toute certitude que la bonne tenue du franc est due uniquement à la politique sage des gouvernements qui se sont succédé au pouvoir et qui, plutôt que d'agir sur les esprits ont porté leurs efforts sur la balance du commerce. Nous verrons en effet, dans la dernière partie de cette étude, que c'est par des restrictions d'importation, par des réalisations de titres, par les crédits qui lui ont été consentis, etc., que la France a raffermi son change sur les places étrangères.

Cette politique nous convainc davantage que seule la balance économique exerce une influence et que c'est surtout de son côté qu'il faut regarder quand on veut corriger les changes d'un pays.

DEUXIÈME SECTION

DES EFFETS DES MOUVEMENTS DU CHANGE ET INTÉRÊT DE LA STABILISATION

Les mouvements du change se répercutent sur la vie générale du pays. Leurs effets se font sentir sur des terrains divers, mais nous ne retiendrons dans le développement qui suit que les conséquences purement économiques. Examinées sous ce jour particulier les variations du change se manifestent de trois façons différentes :

- a)* Elles exercent leur influence en hausse ou en baisse sur les prix intérieurs, suivant que les cours sont en prime ou en perte.
- b)* Elles réagissent sur la balance du commerce.
- c)* Elles apportent à la vie économique un trouble constant qui nécessite et justifie toute politique de stabilisation.

CHAPITRE PREMIER

Mouvements du change et prix intérieurs

Notre examen des causes qui produisent les mouvements du change, nous a montré que dans les pays à

étalon déprécié, la prime que doivent payer les acheteurs de traites sur l'étranger n'est pas limitée. Au contraire, dans le pays qui a maintenu une circulation saine permettant aux débiteurs de l'étranger de se procurer aisément les moyens de règlement qui leur sont indispensables la limite maxima de la prime est mathématiquement déterminée par le gold point. Il est naturel que cette différence entre les pays à circulation saine et ceux à circulation dépréciée se retrouve également dans les effets des variations du change, qui, pour le moins, se manifesteront, dans l'un et l'autre cas, avec une acuité moindre.

1° *Pays à monnaie saine.* — Dans les pays à monnaie saine, la balance du commerce débitrice ou créditrice se résout par une sortie ou une entrée de métal. C'est donc dans les conséquences que produisent les mouvements de numéraire que nous trouverons pour ces pays les effets des variations du change. Peut-être n'y aura-t-il point aucune expédition d'or d'un côté ni de l'autre et la situation de la balance se révélera-t-elle par une simple prime ou perte ? Nous verrons quelles seront les conséquences qui dans ce cas en résulteront pour les prix.

De bonne heure, David Hume décrit les effets des exportations et importations d'espèces. Dans son *Essai sur la balance du commerce*, il dit :

« Supposons que les quatre cinquièmes de la circulation qui existe dans la Grande-Bretagne soient
« anéantis en une nuit et que la nation soit ramenée au
« même état, eu égard au numéraire que sous les règnes

« des Henri et des Edouard ; quelle serait la conséquence
« de cet événement ? Le prix du travail et des mar-
« chandises ne devrait-il pas baisser en proportion, et
« toute chose être vendue aussi bon marché qu'à ces
« époques ? Quelle nation pourrait alors lutter avec nous
« sur les marchés étrangers, ou prétendre naviguer et
« vendre ses produits fabriqués à des conditions égales
« à celles qui nous procureraient, à nous, des bénéfices
« suffisants ? Ne nous faudrait-il pas dès lors bien peu
« de temps, étant donné cet état de choses, pour faire
« rentrer l'argent que nous aurions perdu et pour nous
« relever au niveau de toutes les nations voisines ? Mais,
« après que nous serions arrivés à ce résultat, nous per-
« drions immédiatement l'avantage du bon marché du
« travail et des marchandises, et l'importation de l'ar-
« gent cesserait de se produire, arrêtée par notre abon-
« dance et notre plénitude ».

Renversant sa supposition, David Hume se demande encore, si « toute la circulation de la Grande-Bretagne
« était quintuplée en une nuit, l'effet contraire ne
« devrait-il pas se produire ? » (1). Ainsi les changes
n'agiraient sur les prix qu'à travers les entrées et sorties
de numéraire. Il faut, en effet, se rappeler qu'à l'époque
où David Hume écrivait ces lignes, les opérations entre
deux pays se réglaient surtout par des paiements effec-
tifs, et non, comme de nos jours, par le simple envoi
d'un instrument de compensation.

1. David Hume, *Œuvre Economique*, trad. par M. Formentin
(Paris, Guillaumin et Cie), p. 66-67.

Stuart Mill, — après Ricardo, — reprend cette théorie, et émet, à son tour, l'hypothèse que la balance commerciale entre l'Angleterre et la France est favorable à cette dernière. L'Angleterre devra y remédier par des envois de métaux précieux « la quantité des espèces circulantes diminuera en Angleterre et augmentera en France » et ce jusqu'au moment où « l'équation de la demande » s'établira entre les deux nations, c'est-à-dire jusqu'à ce que la balance du commerce ait pris, par le développement des exportations anglaises, un sens favorable pour l'Angleterre. Ce résultat ne sera obtenu que par une baisse des prix anglais, car c'est « par une modification « du prix des marchandises que le défaut d'équilibre « doit être corrigé ». Nous empiétons sur l'étude de la réaction des changes sur la balance du commerce ; mais, dans l'esprit de Stuart Mill, la première conséquence de l'exportation du numéraire est bien la baisse des prix.

De nos jours, les choses ne se passeraient pas de la manière décrite par David Hume. Déjà Stuart Mill admettait un correctif — les crédits — qui pouvait — du moins pour quelque temps, — pallier à la sortie du numéraire.

« La durée des crédits accordés, disait-il, permet à
« quelques-uns des débiteurs de différer leurs paiements
« et pendant ce temps la balance peut changer et rétablir
« l'égalité des dettes et des créances, sans aucun trans-
« port effectif d'espèces. Et ceci arrive d'autant plus
« probablement que les variations du change se servent
« à elles-mêmes de régulateur (1) », car si les lettres de

1. Stuart Mill, *Principes d'Economie politique*, trad. franç.

change se vendent à prime les exportateurs verront s'élever les gains qu'ils tirent de leurs exportations. Ainsi la prime agira comme un encouragement à l'exportation et si le déficit de la balance est peu important, les sorties d'or seront éludées. Tout se réglera sans aucun transport d'espèces.

En réalité, cette action utile des crédits ne peut s'exercer que lorsque, par suite de la non concordance des époques d'exportations et d'importations, la balance se trouve tantôt débitrice, tantôt créditrice, — mais qu'en fin de compte, — elle doit se liquider sans sortie ni entrée de numéraire. Les crédits accordés ont pour effet d'éviter les envois d'or, en sens inverse qui, sans eux, se produiraient périodiquement.

Ainsi, dans son premier état, la théorie de David Hume, désignée sous le nom de ricardienne, admettait que la balance commerciale agissait sur les prix, mais à travers les entrées et sorties de numéraire. Avec Stuart Mill, intervient la prime du change qui en élevant les profits des exportateurs encouragerait les exportations ; la balance du commerce serait ainsi corrigée, à moins qu'elle ne fut sérieusement atteinte. Dans ce cas, les exportations supplémentaires provoquées par la prime ne suffiraient plus et il serait nécessaire d'envoyer au dehors de fortes quantités d'or, ce qui réduirait d'autant la circulation intérieure et entraînerait une baisse générale des prix.

La prime du change ne pourra influencer les prix intérieurs que dans une mesure restreinte. Elle incitera les exportateurs à envoyer à l'étranger des produits dont le coût de production était trop élevé par rapport au prix que les acheteurs consentaient à en payer. Elle augmentera donc légèrement le prix intérieur de ces marchandises en raison de la demande plus grande qui se portera sur le marché. Mais, puisque, par hypothèse, la balance ne présente qu'un léger déficit, la hausse, qui, de proche en proche, atteindra tous les produits indigènes ne sera pas assez importante pour constituer un phénomène visible. Il est utile de remarquer immédiatement que, quelle qu'elle soit, cette hausse sera la résultante directe de la prime : elle se constatera d'abord sur les marchandises qui donnent lieu à un trafic extérieur, et par contre-coups seulement, donc indirectement, sur tous les autres produits nationaux.

Il n'en serait pas de même dans la théorie classique, lorsque le règlement de la balance nécessite des expéditions de numéraire, car tous les prix seraient simultanément atteints qu'ils intéressent ou non des articles d'exportation, l'action sur les prix est générale puisque la thèse classique repose sur la théorie quantitative de la monnaie.

Il reste à examiner si, actuellement, le principe que cette théorie énonce s'exerce sur les prix pour donner naissance à un développement ou à une restriction des exportations et des importations.

En premier lieu, nous constatons que la théorie classique attribue un rôle prépondérant à l'action que les

sorties et entrées de numéraire exercent sur les prix. Quand on sait l'importance qu'ont pris de nos jours, les divers instruments fiduciaires qui, dans les règlements remplissent quelquefois avec avantage le même rôle que, la monnaie, nous pouvons nous demander, si, réellement, dans un pays qui possède une circulation saine, les prix sont régis par les quantités de monnaie dont elle se compose.

A supposer que la balance commerciale se maintienne longtemps dans une position déficitaire devant nécessiter des exportations de numéraire, en résultera-t-il que ces exportations auront lieu ? La politique suivie, en période normale par les Banques d'émission, pour la défense de leur encaisse, nous autorise à répondre négativement. Mais en admettant même que cette politique ne produise aucun des résultats que l'on en peut attendre et qu'une sortie de numéraire vienne à se produire, il n'en résultera pas obligatoirement une baisse des prix. Les besoins en instruments de paiement pourront être satisfaits avec des billets de banque ou du papier-monnaie qui se substitueront, sans transition, à la monnaie métallique exportée, neutralisant les effets des sorties de métal.

De multiples causes viennent donc s'opposer au fonctionnement de la théorie quantitative tel que l'avaient conçu David Hume, Ricardo et Stuart Mill. Les modifications apportées à la vie économique par l'utilisation des succédanés de la monnaie constituent autant d'obstacles à ce fonctionnement.

La balance commerciale pourra se maintenir débi-

trice pendant un temps assez long sans que les prix s'en ressentent : les exportations de numéraire se succéderont, mais tant que la monnaie d'or n'aura pas totalement disparu et que l'on en pourra encore trouver pour les règlements extérieurs, les prix ne se modifieront que dans la mesure où la prime du change peut les affecter.

De la même façon, il pourrait être démontré que les entrées d'or, conséquence d'une balance longtemps créditrice sont sans influence durable sur les prix, car indépendamment des emplois industriels qui absorberaient éventuellement les excédents de métal, ces entrées d'or constituent un véritable stimulant des affaires dont le développement accroît les besoins de la circulation. L'équilibre se rétablira sans qu'il en soit résulté une hausse durable des prix. La réduction du taux de l'escompte qui accompagnera l'abondance de numéraire, tendra d'ailleurs à enrayer la hausse puisqu'un des éléments du coût de revient de toutes les marchandises, l'argent, pourra être obtenu à des conditions plus avantageuses.

Ainsi, dans les pays qui jouissent d'une circulation saine, la balance créditrice ou débitrice ne peut influencer les prix que dans une mesure restreinte, par l'action de la prime ou la perte du change. Les entrées et sorties de numéraire ne sont d'aucun effet sur les prix, car, dans le cas d'une sortie d'or, la circulation peut être reconstituée au moyen d'une émission de papier-monnaie et dans le cas d'une entrée d'or, les emplois industriels, la baisse du taux de l'escompte, l'activité plus grande des affaires, s'opposent à toute répercussion.

2° *Pays à monnaie dépréciée.* — Dans les pays à étalon déprécié, l'influence des variations du change sur les prix ne peut être aisément dégagée. C'est, qu'en effet, les prix nationaux dépendent des quantités de papier-monnaie en circulation. La théorie quantitative retrouve ici son plein exercice. Suivant que les quantités de ce papier seront plus ou moins grandes, les prix intérieurs seront plus ou moins élevés. Toute nouvelle émission entraîne corrélativement une nouvelle hausse dans la mesure où des considérations d'ordre moral : prévision d'un remboursement en espèces; confiance dans le gouvernement, etc., ne viennent y faire obstacle. Pour la clarté de notre raisonnement, nous ne tiendrons pas compte de cet élément.

Déjà, nous nous sommes rangé à l'opinion suivant laquelle la dépréciation de la monnaie n'entraîne pas une dépréciation concomitante du change, ou que, du moins, si celle-ci se produit, elle n'est pas réelle, comme nous le verrons maintenant par la démonstration synthétique des effets des mouvements du change sur les prix dans un pays à étalon avarié. Nous examinerons les divers cas qui peuvent se présenter.

1° *La circulation intérieure quoique formée exclusivement de papier n'a pas influencé les prix, mais la balance commerciale s'est maintenue déficitaire.*

En supposant que le pays soit passé de la monnaie saine à la monnaie dépréciée sans que les prix intérieurs se soient modifiés (1) et que la balance se maintienne en

1. Ce cas se produira si la monnaie de papier s'est graduellement

déficit, elle devra être liquidée par des exportations de marchandises. Pour les rendre possibles, une prime (1) qu'il est d'ailleurs difficile de déterminer sera dévolue aux exportateurs, et viendra de proche en proche s'ajouter au prix de toutes choses en entraînant la hausse. En admettant que la situation se soit stabilisée, nous pouvons poser l'égalité suivante :

$$P_n = P + p.$$

P désignant le niveau moyen des prix au moment même où le papier s'est intégralement substitué au métal, p la prime du change, P_n soit le niveau moyen actuel s'établira bien par l'addition de ces deux facteurs. L'influence de la prime du change s'exerçait d'ailleurs dans l'ancien état de choses, mais dans la mesure où le permettaient les limites imparties par le gold point.

On doit ajouter que le passage de la monnaie saine à la monnaie dépréciée ne s'effectue pas d'une façon aussi régulière que nous l'avons supposé, et qu'avant même la disparition de l'or, la prime se sera élevée au delà du gold point en raison de la difficulté de se procurer ce métal qui aura pu être ramassé par des spéculateurs éclairés sur l'avenir monétaire du pays.

Dans le cas que nous venons d'envisager, — le change se déprécie, mais sa dépréciation est la conséquence

substituée à la monnaie d'or, au fur et à mesure que celle-ci disparaissait de la circulation.

1. L'importance de la prime sera en relation directe avec l'écart qui antérieurement existait entre le dernier produit dont le coût de production permettait l'envoi à l'étranger, et celui du premier qui ne pouvait plus être exporté. Elle dépendra donc des prix intérieurs.

directe de la balance commerciale, — car si celle-ci n'était pas défavorable, l'égalité ci-dessus serait modifiée dans le sens :

$$P_n = P$$

le niveau moyen des prix étant resté ce qu'il était précédemment.

2° *La circulation dépréciée influe sur les prix, mais la balance commerciale n'a subi aucun changement.*

Ici, les prix ont haussé en raison de nouvelles émissions de papier-monnaie ou de toute autre cause entraînant une diminution de sa valeur. La balance commerciale est restée stable. Le niveau moyen des prix sera :

$$P_n = (P + e) + p$$

le facteur e représentant la nouvelle hausse résultant de faits exclusivement intérieurs.

3° *Le déficit de la balance commerciale s'accroît, mais la dépréciation du papier reste stable.*

Par hypothèse le pays, malgré la hausse des prix intérieurs et l'existence d'une prime de change, non seulement persévère dans ses importations, mais en accroît encore le montant. Les exportateurs, pour fournir les moyens de règlement, doivent se procurer des marchandises qui jusqu'alors ne pouvaient être exportées en raison de leur coût de production élevé en les payant le prix voulu. Ils en trouveront la compensation dans la prime que leur vaudra la négociation de leurs traites sur l'étranger. Cette prime singulièrement accrue constituera une nouvelle cause de la hausse des prix, et notre égalité se transformera en :

$$P = (P + e) + (p + p').$$

4° *La dépréciation du papier reste stable, mais le déficit de la balance décroît.*

Cette situation pourra être représentée par :

$$P = (P + e) + (p - p').$$

5° *La dépréciation de la monnaie reste stable mais la balance commerciale devient créditrice.*

Nous aurons :

$$P_n = (P + e) - p.$$

Les prix intérieurs baisseront, car l'exportation se trouvera gênée par la perte de change qu'elle subit, l'importation est au contraire favorisée, car cette perte se traduit, pour elle, par un profit supplémentaire. La demande plus restreinte des produits intérieurs en amène la baisse qui s'accroît davantage par la concurrence des marchandises étrangères.

Nous avons ainsi déterminé l'action réciproque de la dépréciation de la monnaie et de la prime ou perte de change. Les faits ne permettent guère de séparer l'influence de chacun de ces deux facteurs, et de dégager leur part respective dans les variations des prix. Ce qui complique ce problème, c'est que les places étrangères cotent non point le nouveau pair résultant de la dépréciation intérieure de l'instrument monétaire, mais celui de l'ancienne monnaie qui n'existe plus en circulation. On est ainsi tenté d'imputer la prime ou la perte de change à des faits uniquement extérieurs, alors que nous l'avons vu, il est nécessaire de tenir aussi compte

des phénomènes monétaires qui se produisent dans le pays même.

Si l'on voulait rechercher la situation du pays au point de vue exclusif des changes, on devrait d'abord établir le taux de la dépréciation permanente du papier-monnaie, à l'intérieur, et fixer « une espèce de pair nouveau » autour duquel s'effectueraient les oscillations des cours.

Pour déterminer cette dépréciation permanente comparera-t-on le niveau moyen des prix d'un pays à monnaie saine à celui d'un pays à monnaie dépréciée ? Non, car cette comparaison serait viciée dans ses données initiales, le niveau moyen des prix, ou, autrement dit, le coût de la vie, pouvant ne pas être partout le même ; de nombreux motifs s'y opposent, entre autres, les droits de douane, les frais de transport, l'importance de la production, etc...

Nous croyons également avoir démontré que ces deux influences qui s'exercent sur les prix, peuvent agir dans le même sens, mais qu'elles peuvent aussi agir dans un sens contraire et c'est ce qui prouve surabondamment leur indépendance réciproque. Pour l'établir, nous avons supposé que l'action du change, et celle de la dépréciation de la monnaie sont nettement séparées dans leur évolution, mais il ne peut en être ainsi, car elles se manifestent — toutes deux, — sur un même objet, les prix intérieurs. C'est ce qui rend peu aisé la recherche de l'influence des variations du change sur les prix. Si on ne peut pas déterminer la mesure de cette première influence, on ne peut pas davantage trouver celle de la dépréciation de la monnaie. Le seul cas où cela serait

possible, — c'est lorsque, soit la dépréciation de la monnaie, — soit la perte ou la prime du change se sont stabilisées.

Nous avons dû aussi supposer qu'à une variation du change correspond aussitôt une variation égale des prix. Notre hypothèse n'est pas toujours exacte, car cette dernière ne se réalisant que de proche en proche, certains produits et services ne seront atteints qu'en dernier lieu et après un délai plus ou moins long.

CHAPITRE II

Réaction des changes sur la balance du commerce

Si les mouvements du change sont fonction de la balance du commerce, celle-ci de son côté subit l'influence des oscillations des cours, c'est-à-dire de la prime ou de la perte dont bénéficient, tour à tour, les exportateurs et les importateurs.

Dans un pays à circulation saine, la prime et la perte de change évoluent dans une marge trop restreinte pour qu'elles puissent exercer une véritable influence sur les prix, et à travers les prix sur la balance du commerce. Néanmoins, le léger bénéfice supplémentaire que peut représenter la prime pour les exportateurs, rendra possible l'envoi à l'étranger de certaines marchandises que leur coût de production plaçait à l'extrême limite des objets susceptibles d'être exportés. Il permettra notamment certaines transactions de valeurs mobilières,

qui, à de multiples points de vue peuvent être assimilées à des marchandises. La correction des changes sera ainsi assurée. La perte du change agit en sens inverse. Certains produits qui étaient exportés ne le seront plus, mais, par contre, les importateurs feront venir de l'étranger des marchandises qui, jusqu'alors, ne pouvaient soutenir la concurrence nationale.

Ces oscillations des cours n'apporteront aucun trouble à la vie économique intérieure, car elles se produisent dans des limites bien déterminées dont il peut être fait état par avance, au moment où les opérations d'achat ou de vente sont engagées.

Au contraire, dans un pays à monnaie dépréciée, les effets que nous venons d'analyser se manifesteront avec une particulière virulence. Puisque la Nation ne peut effectuer ses règlements en numéraire elle devra payer le déficit de sa balance par une plus abondante exportation de ses produits. Il faut donc que la prime du change soit suffisamment élevée pour rendre possible cette exportation. Les importations devenues plus onéreuses subiront un arrêt et le pays tendra à satisfaire les besoins de sa consommation intérieure par un plus grand développement de la production nationale, qui, d'ailleurs, sera protégée contre la concurrence étrangère par la prime du change. Celle-ci joue le rôle d'un véritable droit de douane.

Le premier effet de la hausse des changes sera donc, d'une part, de favoriser les exportations, — d'autre part, de restreindre les importations, — et en dernier lieu,

d'équilibrer, peut-être, les deux colonnes de la balance du commerce.

Il est nécessaire que ce résultat s'il doit être obtenu, intervienne dans un délai suffisamment court. En effet, la demande de marchandises nationales par les exportateurs, entraîne une hausse qui, nous l'avons vu, se répercute de proche en proche, — pour atteindre en définitive, la généralité des produits et services. Si les importations persistaient à excéder les exportations, il devra s'établir une nouvelle prime qui s'ajoutant à la précédente, élèvera la perte au change de la monnaie nationale. Les importateurs ne pourront obtenir les traites sur l'étranger que moyennant le paiement de cette prime qui servira, à nouveau, d'encouragement aux exportations. Si le rétablissement de la balance n'est pas encore obtenu, la prime devra subir un autre accroissement.

Voilà ce qu'un examen abstrait de la situation permet de fixer. En réalité, ces conclusions doivent être corrigées, car il est sans exemple qu'une dépréciation du change ne concorde avec une autre dépréciation, pour des causes qui lui sont particulières, de la monnaie intérieure. Ces deux phénomènes, quoique régis par des faits sans interdépendance, contribueront à équilibrer la balance du commerce.

La dépréciation de la monnaie entraîne la hausse de tous les produits intérieurs, la prime du change aboutit à une même conséquence. Il en résultera que les marchandises importées devront être payées avec une monnaie de plus en plus avariée. Les règlements exté-

rieurs devenant très onéreux, inciteront les importateurs à réduire leurs achats à l'étranger et à rechercher, dans le pays même, les produits similaires ou de substitution qui leur sont indispensables. La production nationale qui, jusqu'alors, ne pouvait lutter contre la concurrence étrangère, tendra à se développer, encouragée par l'afflux des nouvelles demandes qui se porteront vers elle. L'exportation qui continue à bénéficier d'une prime, accroîtra ses ventes à l'extérieur. Il s'établit, donc, deux courants en sens contraire, qui permettent d'obtenir l'équilibre souhaité, et, en même temps, une prospérité nouvelle des industries nationales.

Ainsi se trouvera corrigée la balance du commerce. Il reste à savoir si cette situation se maintiendra — et si les résultats d'un change déprécié, sont aussi satisfaisants qu'ils le paraissent à l'examen de ses premières manifestations. L'étude de cette question fait l'objet du chapitre suivant dont l'énoncé préjuge de la conclusion à laquelle il nous conduira.

CHAPITRE III

Les mouvements du change dans un pays à monnaie dépréciée apportent à la vie économique un trouble constant qui nécessite et justifie toute politique de stabilisation.

Les économistes classiques ne nient pas qu'un des effets de la prime du change, dans un pays à monnaie dépréciée, ne constitue un encouragement aux exportations et un obstacle aux importations. Mais, ils contes-

tent, d'abord, que la situation créée soit durable, — et ensuite, que les troubles apportés à la vie économique permettent de se féliciter de ce premier avantage.

M. Paul Leroy-Beaulieu, dans son *Traité d'Economie Politique*, dit : « la baisse du change est certainement « un encouragement temporaire à l'exportation. A la « longue, le change finit par se fixer, le prix de toutes « choses y compris les salaires se réajuste avec lui ». Notre démonstration des effets des mouvements du change s'accorde pleinement avec cette opinion. Nous avons vu, en effet, que les prix dans un pays à change avarié s'établissent en ajoutant aux prix antérieurs la prime du change. Sans doute, la réalité ne procédera à cette addition qu'au bout d'une période de temps plus ou moins longue, mais tôt ou tard, elle en subira la loi. Si nous supposons que la situation se soit stabilisée, car pour mieux concevoir les phénomènes économiques il les faut saisir au moment où leur évolution s'est accomplie, que va-t-il se produire ? Les prix intérieurs s'étant intégralement assimilés la prime du change auront haussé dans une proportion égale. Si, par exemple, cette prime était de 10 o/o, ce qui précédemment s'achetait avec 100 unités monétaires nationales devra désormais être payé avec 110 de ces unités. Les exportateurs réalisant sur le marché les traites qu'ils détiennent en obtiendront la contrevaletur en monnaie nationale avec une prime de 10 o/o, réciproquement, les importateurs, faisant acquisition de ces traites les paieront avec — pour eux — une perte de 10 o/o — mais cela ne pourra

les affecter car ils auront vendu les produits importés avec une hausse de 10 0/0 sur les prix antérieurs.

De même, le bénéfice supplémentaire réalisé par les exportateurs sera illusoire, car il leur aura fallu acheter 110 unités monétaires nationales, ce qu'ils auront vendu 100 unités à leurs clients étrangers (nous supposons que l'ancienne parité était de une unité monétaire nationale pour une unité monétaire étrangère).

Pour simplifier le raisonnement, nous négligeons le profit commercial que les importateurs et les exportateurs se seront équitablement réservé.

Le réajustement des prix, une fois obtenu, la prime n'est plus un encouragement aux exportations ni un obstacle aux importations, et si la balance se maintient débitrice, de nouvelles primes devront, sans arrêt, s'ajouter aux précédentes.

Néanmoins, les premiers résultats resteront acquis, si le pays en a su tirer parti. Mais de quels sacrifices ne les aura-t-il pas payés? Les importations futures seront bien arrêtées, mais il n'en restera pas moins que les importateurs devront acquitter les achats antérieurement faits, au change du jour du règlement, donc avec une prime qu'ils n'avaient pu prévoir. Les opérations qu'ils espéraient lucratives se solderont pour eux, par une perte sèche. Ils devront ensuite diriger leur activité d'un autre côté, car le commerce qu'ils exerçaient leur sera désormais interdit et leur sort dépendra de la faculté d'assimilation dont ils sont doués. La situation ne se résoudra pas sans heurts et sans ruines. Il en sera de même de celle de tous les débiteurs de l'étranger — au premier

rang desquels nous pouvons placer l'Etat — qui insensiblement auront vu s'accroître l'importance de leurs dettes, obligeant certains d'entre eux à une liquidation quelquefois désastreuse.

Des industries de transformation, dont l'objet consistait à ouvrer les matières premières importées devront cesser de fonctionner, compromettant le capital fixe engagé, et réduisant au chômage les ouvriers qu'elles occupaient.

A la longue, les rentiers vivant d'un revenu fixe subiront sans aucune compensation la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie et certains seront placés dans une situation proche de la misère.

La série des troubles provoqués par la naissance d'une prime du change n'est pas ainsi épuisée, mais les cas cités montrent que la prime, si elle paraît présenter certains avantages, n'est pas sans s'accompagner de bouleversements qui peuvent mettre un pays près de sa ruine. Le mal apporte lui-même son remède, il est vrai, mais la crise n'en a pas moins existé.

Si la baisse des changes nuit aux débiteurs, elle favorise, quoique dans une moindre mesure, les créanciers qui voient s'élever le montant de leurs créances en même temps que la hausse de la prime. Certaines industries qui ne pouvaient antérieurement subsister trouveront dans cette prime la sève dont elles avaient besoin. Enfin, l'agriculture qui obtiendra de ses produits un prix plus fort, mettra en culture des terrains de moins en moins fertiles.

Tout dépendra d'ailleurs du délai dans lequel s'effec-

tuera le réajustement. Le pays, s'il veut s'éviter une nouvelle crise, devra, au plus tôt, tirer avantage des bienfaits temporaires de la prime, en développant toutes les sources de son activité : commerce, industrie, agriculture et donner ainsi à sa balance une position plus favorable.

Avant d'arriver à ce résultat, la nation subira constamment les troubles provoqués par les variations brusques des cours du change. Ainsi que le constate M. Arnauné, « la dépréciation ne suit pas une progression continue. Elle s'opère par saccades avec de brusques retours en arrière » (1). Il en résulte que « toute transaction à terme avec l'étranger se double d'une spéculation sur les variations probables du cours respectif des monnaies jusqu'à l'échéance », enlevant toute sécurité au commerce (2).

Le seul moyen qui s'offre à un pays pour mettre un terme à ces perturbations, c'est de procéder dès qu'il le peut à une stabilisation de son change. Sa politique à

1. Auguste Arnauné, *La monnaie, le crédit et le change*, 4^e éd., p. 426.

2. Voici un procédé que nous avons vu appliquer pour obvier à cet inconvénient: Un négociant parisien qui avait vendu en Espagne un stock de café dont le paiement avait été stipulé à trois mois a désiré se garantir le change. A cet effet, il a prié son banquier de lui négocier l'effet émis en représentation de cette vente. La banque lui a appliqué le cours du jour, et à son tour, a demandé à son correspondant espagnol de lui escompter cet effet et de lui en transférer le produit en francs. Ainsi tout aléa se trouvait écarté, le vendeur parisien obtenait le paiement de sa facture, et la banque récupérait simultanément, sauf les délais de correspondance, la somme qu'elle avait déboursée.

cet égard sera commandée par les stocks monétaires qu'il aura pu se constituer. S'ils sont suffisamment importants, il rétablira intégralement une circulation saine ; dans le cas contraire il se préoccupera d'assurer la stabilité et d'empêcher la constitution de toute prime importante. Enfin, par des opérations que l'Etat lui-même peut engager, ou par des restrictions qu'il peut imposer aux importateurs, il évitera que la dépréciation du change ne soit trop accentuée.

Les chapitres suivants seront consacrés à l'étude de ces diverses politiques.

DEUXIÈME PARTIE

Politiques de stabilisation

PREMIÈRE SECTION

DE LA STABILISATION DES CHANGES DANS UN PAYS

A CIRCULATION SAINÉ

La théorie classique exclut tout correctif des changes. Du moment que la balance du commerce tend à s'équilibrer d'elle-même par le jeu normal des prix, il n'est point nécessaire de faire intervenir des forces autres pour la rétablir. Le change reviendra au pair dès que le pays possédera la quantité de monnaie qu'il doit avoir. C'est l'opinion de Ricardo, c'est aussi celle de Stuart Mill.

Mais, déjà, nous l'avons, vu Stuart Mill complète la théorie ricardienne en faisant intervenir l'action des crédits et de la prime. Ceci l'amène à distinguer deux

espèces de variations de change : celles qui se règlent d'elles-mêmes, et celles qui ne peuvent être rectifiées que par les prix (1).

Le premier cas se présentera lorsque la différence de la balance sera peu importante : « la durée des crédits
« permettra alors à quelques-uns des débiteurs de différer le paiement jusqu'à ce que l'égalité des créances
« et des dettes soit rétablie, et ceci arrivera d'autant
« plus probablement que les variations du change se
« servent à elles-mêmes de régulateur par l'existence
« d'une prime qui favorise les exportations et entrave
« les importations ».

Quant aux variations plus importantes, elles nécessitent l'intervention des prix car elles « ont pour origine
« l'état général des prix et ne peuvent cesser que par la
« soustraction d'une partie de la monnaie qui circule
« dans un pays, ou par une suppression de crédit équivalente, car un simple envoi de lingots (et non de
« monnaie) n'ayant aucun effet sur les prix n'en aurait
« pas sur la cause de la perturbation qu'il s'agirait de
« faire cesser ».

Le numéraire diminuant les prix baissent, et entre autres celui des articles d'exportation ce qui augmente la demande de ces articles à l'étranger ; par contre, l'importation des marchandises est entravée et la balance du commerce tend à devenir de plus en plus favorable jusqu'au moment où « le pays ayant la quantité d'or qu'il doit avoir » elle vient à s'équilibrer, met-

1. Stuart Mill, *op. cit.*, p. 155 et suiv.

tant fin aux oscillations du change en rétablissant le pair.

Mais, pour que la situation puisse se stabiliser de la sorte, il est nécessaire que la circulation soit libre, car toutes les fois que le mouvement du numéraire est « arrêté par des moyens violents et que l'argent ne peut « trouver son vrai niveau, il n'y a plus de bornes aux « variations du cours du change » (1).

En étudiant les effets des mouvements du change sur les prix, nous avons montré combien la théorie ricardienne répondait peu aux faits; et nous avons même vu qu'on pouvait concevoir un état de choses dans lequel toute la monnaie se sera écoulée au dehors, sans que les prix aient ressenti aucun des effets que cette théorie attribue aux sorties de numéraire.

Il semble, d'autre part, que l'équilibre de la balance même s'il pouvait s'acquérir par le seul jeu des prix apporterait à la vie économique des perturbations aussi graves que celles qui se manifestent dans un pays à étalon déprécié : il règnerait une grande incertitude sur la valeur de toutes choses puisque la monnaie qui leur sert de mesure subirait de constantes variations dans son pouvoir d'achat. C'est précisément ce qu'une politique régulatrice des changes aurait pour but d'éviter et sa nécessité apparaît par là même.

Politique du taux de l'escompte. — Goschen attribue à la hausse du taux de l'escompte, la même faculté de

1. Ricardo, *Des principes de l'Economie Politique et de l'impôt*, trad. franç. par MM. Constancio et Alc. Fonteyraud (Paris, Guillaumin et Cie, 1847), p. 117.

réajustement automatique de la balance que celle que la théorie ricardienne reconnaissait aux entrées et sorties d'espèces. Le chap. 6, de son ouvrage sur les « Changes étrangers » intitulé « Examen des prétendus correctifs des changes étrangers » contient ce passage : « la rareté causée par les expéditions de « numéraire a tendance à faire monter la valeur des « capitaux et les établissements de banque dans leur « intérêt particulier qui est dans ce cas identique avec « l'intérêt du public accéléreraient ce résultat autant « qu'il est en leur pouvoir » (1). La hausse du taux de l'escompte serait ainsi la conséquence directe des expéditions de numéraire.

Cette affirmation vient aussi sous la plume de Léon Say :

« On a quelquefois considéré la hausse du taux de « l'intérêt comme un remède à l'exportation du numé-
« raire. Nous croyons que c'est là une erreur, la hausse
« du taux de l'intérêt n'est qu'une conséquence. Par
« suite d'une loi naturelle que Goschen a très complè-
« tement analysée l'exportation du numéraire amène
« la hausse du taux de l'intérêt et la hausse de taux de
« l'intérêt amène la cessation des exportations.

« C'est l'action de cette loi qui maintient dans tous
« les pays la quantité de numéraire nécessaire à la cir-
« culation » (2).

M. Ansiaux, dans son intéressant volume sur les

1. Goschen, *op. cit.*, p. 225.

2. *Id.*, Introduction à la 1^{re} édition française par Léon Say, pp. 42-43.

« Principes de la Politique régulatrice des changes » contesté que la hausse du taux de l'escompte constitue un phénomène naturel. Ce qui, dit-il en substance, détermine le loyer de l'argent ce n'est pas la quantité de monnaie existant en circulation, mais bien celle des disponibilités du marché des prêts à court terme. La théorie de Goschen serait vraie si ces disponibilités étaient uniquement constituées en espèces métalliques. Or il n'en est rien et voici comment M. Ansiaux, prenant l'Angleterre pour exemple, établit le chiffre de ces disponibilités :

« Les Banques du Royaume-Uni à l'exclusion de la
« Banque d'Angleterre, détiennent aujourd'hui environ
« 880.000.000 £ de dépôts. Cette somme n'est évidem-
« ment pas disponible chaque matin. Il y a lieu d'en
« déduire tout d'abord 15 0/0 représentant les encaisses
« des banques ou les dépôts effectués par ces dernières à
« l'institut central (cash in hand and at Bank of England).
« Ces 15 0/0 constituent un fonds de garantie indisponi-
« ble. De la somme restante, soit 748.000.000 £, il con-
« vient de retrancher encore environ 100.000.000 £, qui
« représentent les soldes créditeurs des ouvertures de
« crédit non encore utilisés... Nous arrivons de la sorte
« à une somme de 648.000.000 £. Combien de fois cette
« somme paraît-elle annuellement sur le marché des
« prêts? Si nous supposons que les prêts consentis par les
« banques le sont pour une durée moyenne de 45 jours,
« la somme dont il s'agit reparaitra huit fois sur le mar-
« ché... » et « nous obtenons un total annuel de dispo-
« nibilités de 5.184.000.000 £ ».

Il est certain qu'en égard à ce chiffre, la sortie de quelques millions de livres sterling des caisses de la Banque d'Angleterre devrait légèrement influencer sur le loyer des capitaux disponibles, et que, par conséquent, « la hausse du taux de l'escompte en cas de drainage « extérieur n'a rien de fatal et d'automatique » (1).

La meilleure preuve réside dans le fait que le remède en question était inconnu avant 1847 et qu'actuellement le choix du moment et la mesure dans laquelle le taux d'escompte doit être élevé, sont laissés à l'appréciation des dirigeants de la Banque. Cette hausse n'est donc pas abandonnée à la force aveugle des choses, ce qui révèle l'existence d'une politique et non d'un phénomène inévitable.

Les explications de M. Ansiaux, appuyées par un examen sérieux des faits, paraissent irréfutables. Le caractère automatique de la hausse du taux de l'escompte apparaîtrait dans le seul cas où cette hausse serait produite par le libre fonctionnement de la loi de l'offre et de la demande. Or, il n'en est pas ainsi. Ce qui amène un Etablissement d'émission à élever le taux de l'intérêt, c'est la seule constatation que son stock d'or est mis en danger par les règlements que les nationaux ont à effectuer à l'étranger. Il ne s'appuie donc pas sur l'éventualité d'une réduction des disponibilités car si cela était, il ne ferait qu'anticiper sur ce que le jeu de l'offre et de la demande ne tarderait pas à établir, mais bien sur la simple volonté de défendre son

1. Maurice Ansiaux, *op. cit.*, pp. 61-63.

encaisse. Cette volonté ne suffirait pas à entraîner automatiquement la hausse de l'escompte, si elle ne se manifestait par une décision qui, œuvre unique des administrateurs de la Banque, intervient presque toujours avant qu'une sortie importante de numéraire ait pu avoir lieu. Si on admettait la théorie de Goschen, il faudrait dire que l'effet se produit ici avant la cause.

Quelle que soit l'opinion qui prévale, il est un fait incontestable, c'est que la hausse du taux de l'escompte représente entre les mains des établissements d'émission la meilleure arme pour la défense de l'encaisse. Elle constitue aussi un des plus précieux correctifs des changes dans un pays à monnaie saine, elle a, pour résultat non seulement d'éviter momentanément une sortie de numéraire, mais elle aboutit encore à un redressement définitif de la balance.

Comment ces divers effets sont-ils obtenus ?

1^o Il y a toujours sur le marché des capitaux disponibles qui s'expatrient pour profiter d'un intérêt plus avantageux sur la place étrangère. La hausse du taux de l'escompte les retiendra dans le pays.

2^o Par contre, cette hausse attirera les capitaux disponibles des places étrangères.

3^o Les créanciers étrangers s'abstiendront de négocier leurs effets longs car ils subiraient l'escompte à un taux supérieur à celui qu'ils obtiendraient en plaçant le produit de la négociation sur leur propre place.

Le change se ressentira de ces initiatives en sens divers, puisqu'elles aboutiront à une plus grande demande et à une moindre offre d'effets.

La sortie du numéraire sera évitée, — tout au moins, provisoirement, — et ceci présente un réel intérêt pour les pays qui voient se succéder à des périodes d'importation, d'autres périodes d'exportation, la hausse du taux d'escompte produira les mêmes effets que les crédits en évitant des mouvements de numéraire en sens inverse.

Mais là ne se limitent pas les résultats de cette politique. Le resserrement du crédit qu'elle provoque réagit sur les éléments même de la balance du commerce. Elle imposera certaines exportations de marchandises, car le crédit étant devenu plus coûteux, les négociants préféreront réaliser tout ou partie de leurs stocks plutôt que de recourir à la Banque pour se procurer les fonds dont ils ont besoin. La mesure dans laquelle ils réduiront leurs prix incitera les étrangers à augmenter leurs achats.

Les importations purement spéculatives seront entravées leur règlement étant devenu plus onéreux.

Les étrangers auront intérêt à effectuer des achats de titres sur la place embarrassée, où la spéculation à la hausse ne s'exerce plus que dans une mesure restreinte le report ne pouvant se faire qu'à des conditions désavantageuses.

Cette exportation de titres ou de marchandises, cet arrêt dans les importations, ont pour effet de renverser la balance ou, tout au moins, de la rétablir dans une position d'équilibre.

2° *Politique des devises.* — La hausse du taux de l'escompte n'est pas sans engendrer de nombreuses

récriminations du commerce et de l'industrie, — aussi les Etablissements d'émission pour n'y recourir qu'à la dernière extrémité, — ont imaginé une autre politique dite des « devises ». Cette politique leur permet d'exercer un certain contrôle sur le marché des changes et d'empêcher, notamment, le cours de dépasser le gold-point. Elle consiste à acheter des effets sur l'étranger à des époques où le cours est favorable et à les revendre, pour rétablir le pair, lorsque la hausse se manifeste. Tout dépend d'ailleurs de la situation de la place qui peut, en absorbant le portefeuille constitué par l'Etablissement d'émission, placer ce dernier dans l'alternative de voir entamer ses réserves d'or, ou d'élever le taux de l'es-compte. La politique des devises peut donc n'être qu'un remède provisoire et quelquefois insuffisant.

DEUXIÈME SECTION

DE LA STABILISATION DES CHANGES DANS UN PAYS A CIRCULATION DÉPRÉCÉE

Dans un pays qui ne possède pas une monnaie saine, ce dont on se plaint, c'est moins de la dépréciation, que de l'insécurité résultant des oscillations constantes des cours. Le motif en est facile à saisir : c'est que la dépréciation mène, dans un délai déterminé, à un réajustement des prix alors que les variations du change dépendant de la somme des règlements quotidiens que la Nation a à effectuer au dehors comparée aux instruments de paiement dont elle dispose, n'obéissent à aucune règle précise. Cette incertitude nuit considérablement aux affaires : souvent on hésitera à engager une opération dans la crainte que le cours du change du jour où elle sera liquidée n'en compromette les résultats. Ce qu'il faut, c'est mettre un terme à ces oscillations désordonnées et rechercher les moyens qui rendront au change la stabilité nécessaire à la sécurité et au développement du commerce. C'est précisément là le but d'une politique régulatrice des changes.

Diverses questions devront être résolues par tout gou-

vernement désirant entrer dans cette voie ; nous les examinerons dans l'ordre logique où elles se présentent :

- 1° Comment la stabilisation peut-elle être obtenue ;
- 2° Détermination du nouveau pair ;
- 3° Comment se procurer les moyens financiers indispensables ;
- 4° Restauration monétaire ou simple stabilisation ;
- 5° Maintien du nouveau pair.

1° *Comment la stabilisation peut-elle être obtenue.* — La théorie classique qui impute les oscillations du change à un fait d'ordre intérieur : la circulation dépréciée, y répond en indiquant que le seul moyen pour arriver à une stabilisation est de réduire la quantité de papier-monnaie. C'est ce que conseillait M. Henri Germain dans sa lettre au *Temps* sur le change espagnol :

« Il n'y a qu'un moyen, un seul pour ramener le cours
« du papier au pair, c'est de réduire la somme en circu-
« lation au chiffre dont le public a besoin (1) ». Il suffi-
rait donc à l'Etat de se procurer les ressources nécessai-
res pour effectuer le retrait de la circulation de l'excès
de papier qui s'y trouve. Point n'est besoin d'émettre un
emprunt à l'étranger, un emprunt intérieur y pourvoi-
rait amplement car le but à atteindre n'est pas la cons-
titution d'une réserve en or, mais bien le simple retrait
d'une certaine quantité de papier et ce résultat sera
directement et plus vite obtenu en s'adressant à ceux
qui le détiennent, c'est-à-dire aux nationaux.

En supposant que ce retrait ait été effectué dans une

1. Henri Germain, *op. cit.*

proportion suffisamment large, en résultera-t-il que les oscillations du change seront supprimées ? Il est facile de se rendre compte qu'il n'en sera rien. La destruction d'une forte quantité de papier réduira le taux de la dépréciation et tous les prix se fixeront en conséquence, mais la baisse qui se réalisera au bout d'un délai assez court, n'aura d'autre effet que d'instituer un nouveau pair autour duquel le cours du change évoluera désormais. Cette baisse aura aussi pour conséquence de favoriser les exportations et mettre obstacle aux importations, mais nous savons que dès le réajustement opéré, elle perd toute son influence. Il restera donc que la dépréciation du change se sera réduite, mais les va-et-vient des cours n'en subsisteront pas moins, puisque, pas plus que précédemment, ils ne seront maintenus dans les strictes limites du gold point : les acheteurs d'effets sur l'étranger continueront à subir la loi des vendeurs, à défaut d'aucun autre moyen de se libérer. La diminution de la circulation papier n'est donc ni suffisante, ni même nécessaire, puisqu'elle ne met pas fin aux fluctuations vagabondes des cours.

Ce qu'il faut, c'est offrir au public des traites sur l'étranger, ou de l'or à un taux déterminé variant dans des limites précises. Ce résultat sera obtenu par une restauration de la monnaie saine, ou par l'institution d'une caisse de conversion dont l'action pourrait être complétée par la politique des devises.

2° *Détermination du nouveau pair.* — Le remboursement des billets doit-il être repris sur la base de leur valeur nominale ou d'après un nouveau cours qui tien-

dra compte de la dépréciation? — Cette question en amène une autre qui en est la résultante : les places étrangères continuent à coter l'ancienne monnaie qui n'existe plus en circulation enregistrant ainsi une perte souvent fort importante. Le change sera-t-il restauré au pair ancien ?

Ce n'est, nous le verrons, qu'après de sérieuses discussions que les divers pays qui ont eu à se préoccuper d'une stabilisation de leur change ont résolu cette question. Nous n'examinerons pas les arguments de toute nature qui sont invoqués : suivant que les intérêts en jeu militent en faveur d'un rétablissement du pair, on reproche au gouvernement, tenté de faire état d'une dépréciation quasi-permanente, d'aller au devant d'une véritable faillite. D'autres qui soutiennent des intérêts contraires demanderaient plutôt l'adoption d'un pair inférieur à celui résultant de la dépréciation.

Au point de vue du change, — le seul qui nous occupe — y a-t-il avantage à pencher vers l'une ou l'autre de ces solutions? Le procédé qui recueillera nos suffrages devra être celui qui réalisera la réforme avec un moindre sacrifice sans nuire à la vie économique du pays.

Il est certain que la réforme ne sera pas sans imposer au gouvernement des sacrifices importants, car il lui faudra se procurer l'or nécessaire pour la mener à bonne fin. Le stock d'or qu'il devra constituer, en cas de restauration intégrale, mesurera précisément ces dépenses. Si on adopte le pair ancien, les sommes que l'Etat aura à débourserseront directement proportionnelles à la quantité de papier en circulation et au taux

auquel il sera repris : elles dépendront donc de ce taux et suivant qu'il sera plus ou moins élevé, le décaissement sera plus ou moins important. Il en sera de même, dans le cas où la stabilisation procéderait par l'institution d'une Caisse de Conversion.

L'adoption du pair ancien comme base de l'échange présente donc l'immense désavantage de grever le gouvernement de charges très lourdes qui pourraient le détourner de la réforme.

Au point de vue économique le rétablissement du pair ancien est-il désirable ? Nous n'hésitons pas à répondre négativement, car cette restauration entraînerait les mêmes effets désastreux que la prime du change à ses débuts. Seulement au lieu de nuire aux débiteurs de l'étranger, elle nuirait aux créanciers qui devant recouvrer leurs créances en monnaie nationale recevront une somme inférieure à celles qu'ils escomptaient au moment où ils avaient engagé leurs opérations.

Il est donc préférable de s'en tenir au pair résultant de la dépréciation permanente, cette façon de procéder ne faisant que maintenir l'état de choses existant sans jeter aucun trouble dans l'organisme national.

3^o *Comment se procurer les moyens financiers indispensables ?* — Tout dépend de l'extension que l'Etat entend donner à la réforme. S'il veut procéder à une restauration monétaire intégrale, il devra recourir à des emprunts à l'étranger qui le constitueront créancier en monnaie d'or. C'est cet or qui sera introduit dans la circulation par l'échange du papier-monnaie. L'importance des emprunts sera en relation directe avec les quantités

de ce papier et le taux de reprise. Elle pourrait cependant être de beaucoup inférieure si tout en abolissant le cours forcé, l'Etat conservait le cours légal aux billets; car dans ce cas, il est fort présumable qu'une certaine quantité de papier ne sera pas présentée au remboursement et continuera à circuler. Il n'en résultera pas moins que le pays possédera un régime monétaire sain les porteurs de billets ayant toujours la faculté de les échanger contre de l'or.

Si l'Etat veut simplement instituer une Caisse de Conversion, — les stocks d'or qu'il devra amasser seront moins importants que dans le cas précédent. Pour les constituer, il pourra affecter certaines ressources de son budget à des achats d'or à l'étranger et éviter ainsi le recours à des emprunts.

Il s'agit d'ailleurs d'une question d'opportunité : l'Etat seul juge en la matière procédera pour se procurer les ressources indispensables de telle manière qu'il lui conviendra, mais, presque toujours il s'adressera à des emprunts à l'étranger.

4° *Restauration monétaire ou simple stabilisation.* — Le choix du procédé à adopter dépendra de l'état économique du pays et des ressources qu'il a déjà pu se constituer. C'est encore une question laissée à l'appréciation du gouvernement, — mais ce qui doit être précisé c'est qu'il n'est pas nécessaire, pour stabiliser le change, de restaurer la circulation métallique.

5° *Maintien du nouveau pair.* — Le change se maintiendra au nouveau pair dans les mêmes formes et conditions que dans les pays qui ont toujours conservé une

monnaie saine. Du moment que les débiteurs de l'étranger pourront se procurer les instruments qui leur sont indispensables en les prélevant dans la circulation ou en s'adressant à l'Institut chargé de leur en fournir, le change ne pourra varier que dans des limites déterminées, — ce sera le gold point, si la restauration monétaire a été réalisée, — ou la marge que l'Etablissement ayant mission de pratiquer la politique de devises se réservera avant d'intervenir sur le marché des changes.

Pour que le pays puisse conserver son stock monétaire, il est indispensable que sa balance soit favorable. Cette condition a déjà fait l'objet d'un précédent examen.

Il est néanmoins une situation qui a donné naissance à une opinion contraire. Dans le cas d'un régime basé sur le gold exchange standart, Conant (1) estime qu'une balance favorable n'est pas exigée pour le bon maintien des changes. Un des principes du gold exchange standart est que les opérations de la Caisse de Conversion doivent se répercuter sur le volume de la circulation monétaire intérieure : en effet, la Caisse de Conversion se borne à échanger les billets contre de l'or et réciproquement. Cet or qui lui est demandé, destiné aux règlements extérieurs, n'est obtenu par les débiteurs que contre remise de papier-monnaie, ce qui réduit la circulation intérieure. D'où une contraction de cette circulation qui provoque la baisse des prix favorable au développement des exportations : la balance commer-

1. Conant, *Monnaie et Banque*, trad. franç. par Raphaël-Georges Lévy, tome I, p. 416 et suiv.

ciale se trouvera ainsi rétablie par la même suite de circonstances que Ricardo avait déjà analysée.

On peut contester cette théorie avec les mêmes arguments qui nous ont servi pour la théorie ricardienne, arguments d'autant plus réconfortés, que dans le cas envisagé, le stock d'or est moins important ; il sera donc nécessaire de le reconstituer constamment jusqu'à ce que la contraction espérée puisse se réaliser : les emprunts se succéderont créant à la nation des charges singulièrement lourdes.

Le succès de la politique de stabilisation nécessite donc une balance favorable : il appartient à l'Etat de donner à certaines branches du commerce et de l'industrie, les encouragements voulus pour les mettre en mesure de soutenir la concurrence sur les marchés étrangers et rétablir ainsi la balance du pays.

TROISIÈME SECTION

STABILISATIONS RÉALISÉES

Divers Etats ont procédé à la stabilisation de leur change : il nous paraît utile d'examiner succinctement les moyens qu'ils ont respectivement adoptés et l'application qu'ils ont donné aux principes ci-dessus développés. Notre étude qui portera sur les pays suivants serait incomplète si elle ne retraçait l'évolution historique de leur régime monétaire :

Chapitre premier. — Stabilisation obtenue par la restauration monétaire :

1° *Autriche-Hongrie :*

2° *Empire de Russie.*

Chapitre II. — Stabilisation obtenue par l'institution de Caisses de Conversion :-

1° *République Argentine.*

Chapitre III. — Stabilisation des changes d'un pays à étalon d'argent.

Indes anglaises.

CHAPITRE PREMIER

Restaurations monétaires

1° *L'Autriche-Hongrie.* — La réforme monétaire autrichienne a été réalisée en 1892. La circulation se composait alors de billets de la Banque Austro-Hongroise, de billets d'Etat, de certificats de Salines gagés par le produit de diverses mines de sel, véritables bons du Trésor, à 3 ou 6 mois, productifs d'intérêts.

L'ensemble de cette circulation se répartissait comme suit :

Billets de banque . . .	455.210.000
Billets d'Etat	378.840.000
Bons de Salines	33.100.000
	867.150.000

Le système monétaire était une application du monométallisme argent, mais, dès 1879, en raison de la dépréciation du métal blanc, la liberté de la frappe avait été suspendue, et l'Autriche-Hongrie se trouvait effectivement sous le régime du florin papier ou Valuta, dont la valeur dépendait du crédit national.

A diverses reprises, l'Autriche-Hongrie avait tenté d'établir une circulation saine et nous pouvons à cet égard, citer trois époques, 1816, 1857, 1869 qui contiennent en elles tout l'historique des réformes monétaires. Mais quelles que fussent les bonnes intentions qui animaient les ministres réformateurs, les résultats obtenus

étaient constamment remis en question par les événements politiques ou militaires.

Voici un aperçu sommaire de la situation à ces différentes dates :

La première émission remonte à 1761 : le comte Sinsendorff créa des billets productifs d'intérêts dont la valeur s'accroissait chaque jour des intérêts courus, suivant un barème figurant au dos de chaque billet. Un réel succès accueillit cette innovation, mais le papier ne tarda pas à se déprécier à mesure que s'augmentaient les quantités mises en circulation. En 1800, la perte atteignait 70 o/o, avec une circulation de 450 millions ; en 1806, 833 o/o, avec une circulation de 1.061 millions de florins. En 1811, le gouvernement désirant mettre fin à cette dépréciation décida de procéder à l'échange des billets contre des bons gagés par les biens ecclésiastiques, sur le pied de 5 florins anciens pour 1 florin nouveau. Cette mesure ramena le papier au pair : il ne devait pas s'y maintenir car la reprise des hostilités nécessita de nouvelles émissions.

En 1816, la Banque Nationale fut créée avec, comme principal but, l'assainissement de la circulation. De fait, elle y consacra tous ses efforts. La libération de ses actions devait avoir lieu avec 2000 florins papier et 200 florins argent, par titre souscrit. Les florins papier furent immédiatement détruits. Par une autre mesure, le public fut admis à échanger son papier-monnaie dans la proportion de 140 florins contre 40 en banknotes et 100 en monnaie conventionnelle. La circulation du florin papier baissa ainsi de 639 millions, à 450 millions.

En 1847, il ne restait que 7 millions de billets d'Etat ; les billets de banque remboursables à vue atteignirent le pair.

Les événements de 1848, avec les émissions qui en résultèrent, entraînèrent à nouveau la dépréciation du papier, les billets de banque perdirent 50 o/o.

La convention de 1857 entre les Etats de la Confédération de l'Allemagne du Sud et l'Autriche interdisait aux contractants l'émission de papier-monnaie. L'Autriche se préoccupa de retirer de la circulation le papier qu'elle avait émis. Elle en chargea sa banque nationale à laquelle elle versa une somme de 30 millions de florins en espèces et 23 millions de billets hypothécaires. Mais la guerre avec l'Italie arrêta l'exécution du projet. Le papier perdit 25 o/o, et l'Autriche vit, en raison d'une balance commerciale déficitaire, s'écouler au dehors tout son stock monétaire y compris le billon.

Grâce aux mesures prises, la situation s'est à nouveau rétablie et en 1865, la dépréciation n'est plus que de 3 o/o. La guerre avec la Russie annihile ce résultat, et les émissions qui en furent la conséquence firent renaître la dépréciation.

En 1867, le désir louable de rétablir une monnaie droite, conduisit l'Autriche à la Conférence Internationale qui devait se réunir à Paris, le 17 juin. La convention du 31 juillet avec la France, maintenait le florin comme unité monétaire, mais obligeait l'Autriche à inscrire sur ses pièces leur valeur en francs sur la base de 1 florin pour 2 fr. 50. En conformité de cet accord l'Autriche fit frapper des pièces d'or de 4 et 8 florins, qui

ne tardèrent pas à émigrer dès que le rapport de 1 : 15 1/2 pris pour base vint à se modifier à la suite de la baisse de l'argent. Ce fut le dernier essai jusqu'à la réforme de 1892 qui va maintenant nous occuper.

Fin 1891, la situation se présentait sous des auspices favorables ; la balance commerciale s'était constamment maintenue créditrice pendant les dix dernières années, mais il n'en résultait aucune entrée importante d'or, le service de la dette extérieure absorbant presque intégralement l'excédent des exportations. Le florin avait tendance à se stabiliser mais il se produisait encore des oscillations brusques qui occasionnaient un grand trouble au commerce. Le moment paraissait se prêter à une réforme. Une enquête fut ouverte par les deux ministres des Finances de l'Empire, pour rechercher notamment sur quelle base se ferait la conversion.

Il faut, en effet, se rappeler que le florin papier était remboursable en argent, mais puisque ce métal était déprécié on devait établir une « relation » entre le florin papier et la monnaie d'or qui serait émise.

Divers systèmes furent proposés. D'aucuns soutinrent l'opinion que le florin-papier devait être admis au pair, sans qu'il fut tenu compte de la dépréciation du métal blanc. Cette proposition fut rejetée : la réforme devait avoir pour but une stabilisation du taux plutôt qu'une modification de la situation créée par la perte du florin : tous les prix s'étaient fixés suivant cette valeur et le commerce aurait ressenti un profond désarroi si elle était modifiée.

A cet argument, il était objecté qu'une autre façon de

procéder constituerait une faillite de l'Etat, mais, celui-ci aurait pu répliquer qu'il s'était engagé à rembourser en métal blanc, et non en or. D'ailleurs, les billets avaient circulé et changé plusieurs fois de propriétaires. Ceux qui les détenaient n'étaient pas ceux qui les avaient souscrits à l'origine et ce serait indûment les avantager que de le leur reprendre au pair en or, puisque la dépréciation existait au moment où ils en étaient devenus possesseurs.

Une autre opinion consistait à demander le remboursement au cours du jour de la réforme, pour ne pas frustrer les créanciers. Cette façon de procéder ne pouvait davantage être admise car la spéculation aurait eu fort beau jeu pour provoquer une hausse factice de la valuta.

On s'en tint donc à une formule intermédiaire, et on décida que l'échange aurait lieu sur les bases de la valeur de l'or sur le marché de Londres, soit au cours de 12 florins pour 1 £ ou de 2 fr. 10 par florin.

La réforme fut réalisée par six lois portant la date du 2 août 1892, le nouvel étalon est l'or, et l'unité monétaire la couronne ou 1/2 florin.

Pour se procurer les ressources nécessaires le gouvernement eut recours à des emprunts extérieurs qui le constituèrent créancier en monnaie d'or. Il procéda simultanément à la conversion de ses rentes 5 o/o florins, en 4 o/o or, mais cette opération faillit compromettre la réforme car elle provoqua le rapatriement de titres dont les porteurs étrangers n'adhéraient pas à la conversion. La balance du commerce s'en ressentit et le

change devint défavorable, mais le gouvernement n'en décida pas moins de poursuivre le programme qu'il s'était tracé.

Ce fut la Banque qui devait effectuer le retrait du papier, elle procéda d'abord à l'échange contre ses propres billets libellés en couronnes or, des florins papier qui lui étaient apportés. En 1903 il ne restait plus en circulation que 3 millions de florins.

Les billets de banque étaient convertibles en or, mais ils devaient conserver le cours forcé jusqu'en 1895. En réalité, ce cours forcé ne fut jamais aboli, d'abord pour des motifs tirés des relations politiques de l'Autriche avec la Hongrie et ensuite, parce que la balance devenait de plus en plus défavorable et la Banque craignait que son or ne disparut par cette brèche.

Néanmoins, on peut dire que la réforme de 1892, si elle n'aboutit pas à une convertibilité absolue de la monnaie fiduciaire, permit d'obtenir une parfaite stabilité des changes. La couronne s'est maintenue, jusqu'à la guerre, autour du pair qui lui avait été imparti sans que les oscillations désordonnées que l'on constatait antérieurement aient pu se produire. La Banque d'Autriche-Hongrie a donc su exécuter cette partie importante du programme : elle y employa son encaisse et notamment son portefeuille étranger appliquant la politique dite « des devises » qui ne manquait d'ailleurs pas d'être particulièrement rémunératrice.

La guerre actuelle a détruit les résultats obtenus, la Banque a dû se démunir de l'intégralité de son encaisse et ne disposa plus pour défendre son change que de

l'appui que le mark allemand pouvait lui offrir, mais ce secours n'a pu être très efficace puisque la couronne est actuellement en perte de près de 75 0/0.

2° *L'Empire russe.* — La Russie nous fournit l'exemple d'un pays qui a pu restaurer intégralement une circulation saine. Sa qualité de grand exportateur lui en a procuré le moyen. Ce n'est d'ailleurs pas sans de multiples tentatives suivies d'échecs qu'elle est parvenue à faire du rouble un étalon droit, mais comme en Autriche la guerre a détruit ces résultats et l'état d'anarchie dans lequel l'Empire se débat n'est pas sans inspirer de sérieuses inquiétudes quant à la valeur future de sa monnaie.

Avant l'émission des premiers assignats en 1768, la Russie ne possédait qu'une monnaie de cuivre peu commode, aussi, est-ce avec une particulière satisfaction que la population accueillit le papier-monnaie. Celui-ci présentait une grande sécurité. L'émission en avait été limitée à 20.000.000 de roubles entièrement couverte par du métal. Cette circulation ne tarda pas à être accrue : la guerre avec la Turquie, en 1786, créa au gouvernement russe un besoin urgent de fonds qu'il se procura en recourant à des émissions de papier qui bientôt portèrent à plus de 100.000.000 le chiffre de la circulation. La dépréciation fut presque simultanée. En 1790, le papier perdait 15 0/0, en 1796 47 0/0, et lorsqu'en 1840, la circulation atteignit 700.000.000 de roubles, le rouble ne valait plus que 25 copecks argent.

L'empereur Alexandre crut mettre fin à cette dépréciation en ordonnant la destruction d'une certaine quantité de billets, mais la campagne de 1812 arrêta

l'exécution de ce projet. A la suite de nouvelles émissions, la dépréciation s'éleva encore à 75 o/o. Pour y remédier, le gouvernement émit, en 1817, un emprunt payable en assignats, ce qui lui permit de réduire la circulation de près d'un tiers, mais aucune amélioration n'en résulta, la perte se maintint à la même quotité de trois quarts.

En 1839, Cancrine voulut débarrasser le pays de ce mal : il usa de moyens énergiques et décréta l'abolition totale des assignats. Un nouveau rouble fut créé et échangé contre les anciens roubles dans la proportion de 2 contre 7. Il était émis au pair de la monnaie d'argent et garanti par tout le domaine public. Un fonds d'échange devait être institué pour en assurer la convertibilité en espèces métalliques. La situation de la Russie était particulièrement favorable ; l'empire traversait une période de bonnes récoltes et ses exportations le rendaient créancier de presque tous les pays d'Europe.

La guerre de Crimée (1854) détruisit le pair : le Gouvernement eut recours à l'émission de nombreux billets en même temps qu'il entamait le fonds de réserve, si bien qu'en 1857, il dut suspendre le remboursement en espèces métalliques. Cette mesure entraîna corrélativement la dépréciation du papier.

Une nouvelle tentative fut faite en 1860 par la Banque de Russie qui venait d'être fondée. Elle voulait rétablir les paiements en espèces en retirant graduellement les billets de la circulation. Pour éviter que le public ne se précipitât à ses guichets, elle usa d'un moyen ingénieux qui consistait à échanger les roubles-

papier avec une perte allant en décroissant suivant que le remboursement était demandé à une époque de plus en plus éloignée. Un emprunt fournit les ressources nécessaires pour mener à bien cette opération.

L'insurrection polonaise en 1863, la guerre d'Orient en 1877, troublèrent profondément la circulation. Au 1^{er} janvier 1880, celle-ci atteignait 1.133 millions de roubles dont le cours moyen descendit à 2 fr. 64 au lieu de 4 francs, le pair.

Des mesures urgentes furent à nouveau décidées. Ces 1.133 millions comprenaient une émission temporaire de 417 millions. L'oukase du 1^{er} janvier 1881 en édicta le remboursement qui devait être assuré par la Banque avec les ressources que lui constituerait l'Etat. Effectivement 87 millions furent remboursés et détruits, mais la perte n'en subsista pas moins, car le rouble était à l'étranger, particulièrement à Berlin, l'objet d'une spéculation intense à la baisse, ce qui constituait un élément sérieux d'instabilité.

Pour consolider le rouble, il était de nécessité urgente, d'arrêter cette spéculation, et ensuite de constituer un stock d'or assez important pour inspirer une plus grande confiance au public.

Le gouvernement, qui s'était déjà constitué une provision suffisante de métal jaune, décida de s'attaquer à la spéculation berlinoise qui opérait à découvert. Il se porta donc acheteur et exigea la livraison jetant le désarroi dans le marché de Berlin. L'intention du gouvernement russe n'était pas d'étrangler ses vendeurs ; il se contenta d'exiger d'eux le versement d'une simple

différence. La leçon fut d'ailleurs retenue et le marché à terme du rouble avait vécu.

Afin de reconstituer le stock d'or, le gouvernement russe recourut à trois moyens :

1^o Il décida que les droits de douane seraient perçus en or :

2^o Il émit divers emprunts qui lui rapportèrent près de 700 millions de roubles (226.300.000 roubles furent utilisés à grossir le fonds de garantie).

3^o Il acheta du métal or en lingots et en monnaies qu'il laissa en dépôt chez ses correspondants étrangers.

Les chiffres suivants, que nous empruntons à M. Paul Cahen, permettent de constater les heureux résultats qui ont pu être obtenus (1) :

1884 . . .	992.821	1891. . .	2.016.265
1885 . . .	1.088.235	1892. . .	2.056.316
1886 . . .	1.239.988	1893. . .	2.410.293
1887 . . .	1.177.667	1894. . .	2.436.445
1888 . . .	1.148.695	1895. . .	2.619.684
1889 . . .	1.210.399	1896. . .	2.703.188
1890 . . .	1.593.131	1897. . .	3.227.728

L'avoir or du gouvernement russe s'est donc constamment accru.

Les oscillations du cours du rouble étaient chaque jour moins accentuées. Le ministre des finances exerçait d'ailleurs une influence heureuse sur le marché. Il

1. Paul Cahen, L'abolition du cours forcé en Russie et en Autriche dans *Questions Monétaires Contemporaines*, p. 547.

s'était fait le principal négociant en changes du pays en concentrant les offres et demandes de devises étrangères : il achetait aux négociants de blé, les traites qu'ils émettaient sur leurs clients étrangers et les revendait ensuite aux Compagnies de chemins de fer qui avaient à effectuer de grosses remises pour le service de leurs emprunts. Cette politique contribua pour une large part à corriger la cote des changes et vers 1896, le rouble s'était presque stabilisé aux environs de 2 fr. 66. La circulation s'élevait alors à 1.120.000.000 roubles garantis par 285.000.000 roubles métalliques.

La réforme fut réalisée par un oukase du 8 août 1896 qui fixa définitivement la valeur du rouble-crédit à 66 $\frac{2}{3}$ 0/0 rouble or, en d'autres termes, le rouble or, vaut 1 $\frac{1}{2}$ rouble-crédit. Cet oukase décréta en conséquence que toutes les caisses publiques pourraient acheter et vendre les monnaies russes sur le prix de 1 $\frac{1}{2}$ rouble pour 1 rouble or. Un autre oukase du 3 janvier 1897 décida qu'on frapperait de nouvelles pièces d'or, valant 7 $\frac{1}{2}$ roubles papier, et 15 roubles papier. Elles devaient s'appeler impériales et 1 $\frac{1}{2}$ impériales.

La Russie se mettait ainsi au rang des pays à étalon d'or : un oukase du 14 novembre 1897 modifia l'inscription des billets de banque par l'indication qu'ils étaient remboursables au pair de la monnaie d'or. La réforme était ainsi achevée. Ses résultats furent ceux que l'on espérait et depuis 1897 jusqu'à la guerre de 1914, le rouble s'est maintenu à des cours oscillant légèrement autour du pair. Les efforts du gouvernement russe recueillaient ainsi leur récompense.

CHAPITRE II

Stabilisation du change par la création de Caisses de Conversion

République Argentine. — En Argentine, la première émission de papier-monnaie remonte à 1820. La Junta des représentants avait autorisé le 7 mai de cette année une émission de papier-monnaie et de billets amortissables et endossables de 40.000 piastres par mois. A cette émission vint s'ajouter celle de la Banque de Buenos-Aires, qui après des transformations successives, devint la Banque de la Province. En 1854, la circulation papier s'élevait à 203.915.206 piastres. La dépréciation n'avait pas tardé à naître : en 1861, elle atteignait 2.383 o/o, en 1864, 2.784 o/o.

Une loi de 1864 qui ne fut d'ailleurs pas appliquée tenta de remédier à cette situation en reconnaissant comme dette publique tout le papier de la Banque avec une valeur de 25 piastres papier pour 1 piastre or. Une autre loi du 22 octobre 1866, autorisa la Banque de la Province à émettre 4.000.000 de *pesos fuertes* convertibles en or qui devaient être remis par le Bureau de Change institué à ceux qui lui apportaient de l'or et de l'argent. Quant aux billets anciens, ils pouvaient être convertis en pesos fuertes à raison de 25 pesos anciens pour 1 peso fuerte. Les pesos ainsi échangés n'étaient pas détruits, et à leur tour pouvaient être échangés contre des pesos fuertes. La dépréciation de l'ancienne

émission se trouvait ainsi stabilisée, mais elle reparut à nouveau lorsqu'en 1876, un décret suspendit la conversion métallique.

Le 5 novembre 1881, une loi fixa le régime monétaire de la République. L'unité monétaire est la piastre or ou argent, le peso or pèse 1 gr. 6129 à 900 0/00 de fin, le peso argent 25 grammes à 900 0/00. L'article 4 de cette loi limitait la frappe de l'argent à 4 pesos par habitant. En même temps était décrétée la conversion métallique du papier-monnaie au taux de 1 piastre or contre 25 piastres papier. En 1885, un décret suspendit la convertibilité pendant deux ans. Il fut prorogé à son expiration. La dépréciation reparut et atteignit bientôt 2150/0, la circulation s'élevait à 192.882.590 piastres.

Il fallait porter remède à cette situation. En septembre 1890, le Président de la République proposa la création d'une Junta ; son projet fut réalisé par une loi du 7 octobre de la même année qui créa une Caisse de Conversion. L'objet en fut fixé par l'article 1^{er} : « réaliser la conversion et l'amortissement graduel de la monnaie ». L'article 4 se préoccupait de lui assurer les moyens d'exécuter cette tâche en instituant un fonds de conversion qui devait comprendre :

1° Les réserves métalliques qui d'après la loi sur les banques garanties sont destinées au fonds de conversion ;

2° Les sommes actuellement dues par les banques garanties pour les titres qu'elles ont acheté comme garantie ;

3° Les fonds publics émis en garantie d'émissions de banque ;

4° Toutes les sommes qui suivant d'autres dispositions législatives sont destinées à la conversion ou à l'amortissement des billets de monnaie de cours légal, et généralement celles qui proviendraient des économies réalisées sur les budgets.

Un emprunt de Consolidation dit « Funding Loan » permit à l'Etat de suspendre pendant trois ans les envois d'or en Europe pour le service de ses emprunts, et l'article 6 du contrat intervenu à cet effet nous intéresse particulièrement puisqu'il portait que l'excédent des revenus pouvant se produire pendant ces trois années devait être remis à la Caisse de Conversion, en vue a) d'assurer le retrait de la circulation de 15 millions de piastres, et b) de former un fonds de réserve destiné à l'amortissement du Funding.

Les résultats ne répondirent pas aux espoirs formés : le Gouvernement sous l'impulsion des événements politiques procéda à des émissions de papier; l'agio atteignit 364 o/o, et l'or, l'argent et la monnaie de cuivre prirent le chemin de l'étranger.

En octobre 1899, la circulation papier s'élevait à 287 millions de piastres. La situation se présentait pour la République Argentine sous des auspices très favorables. La balance commercialeregistra pour la seule année 1899 un excédent d'exportations de 65 millions, la perte de change était descendue de 338 o/o, en 1894, à 116 o/o, en juillet 1899. Cette appréciation trop rapide du papier n'était pas sans causer de multiples inquiétudes : les agriculteurs, les exportateurs, demandaient à l'Etat de limiter la valeur de la monnaie nationale,

car le pays s'était accoutumé à un change de 300 o/o et avait organisé sa vie économique sur cette base. On décida de leur donner satisfaction et un projet de loi fut déposé.

Le ministre des Finances, Rosa, déclara immédiatement qu'il ne s'agissait pas de procéder à une conversion immédiate, le stock métallique n'étant pas suffisamment important, que l'on avait surtout en vue la stabilisation du change et dans ce but, d'adopter un taux de conversion se rapprochant autant que possible du cours réel.

Le taux choisi fut celui de 44 o/o. On avait pris pour base la prime moyenne de l'or à la Bourse de Buenos-Aires pendant les six mois qui précédèrent la promulgation de la loi. Cette prime était de 127,27 o/o.

Une Caisse de Conversion instituée devait avoir pour rôle de remettre un peso papier nouveau à quiconque verserait à ses guichets le poids d'or correspondant ; en retour, elle devait échanger contre de l'or jusqu'à concurrence du métal encaissé, les pesos papier qui lui seraient présentés.

Un bureau de Change ou « Oficina de Giros », devait être installé dans la Banque de la Nation et soumis au contrôle de l'Etat, avec mission de faciliter les opérations du commerce en modérant tantôt la hausse, tantôt la baisse du change.

La question qui se posait ensuite était de savoir comment serait obtenue une encaisse métallique garantissant la conversion des billets ? Pour toute piastre or déposée à la Caisse de Conversion, il devait être remis un montant équivalent de papier, il y aurait donc garan-

tie absolue de la circulation nouvelle, mais les anciennes émissions qui lui étaient assimilées en vertu de l'article 1^{er} de la loi n'avaient pas de couverture. Pour les garantir, on décida qu'un fonds de conversion or serait déposé à la Banque de la Nation, et servirait en même temps à des opérations de change. Ce stock d'or devait être constitué au moyen :

1^o D'un droit additionnel de 5 o/o sur les importations ;

2^o des bénéfices de la Banque de la Nation ;

3^o du produit net annuel de la liquidation de la Banque Nationale, après paiement du coût de la liquidation des dettes et des frais d'administration ;

4^o du produit de la vente du chemin de fer des Andes ;

5^o des 6.967.860 piastres or en cédules appartenant à la Nation ;

6^o des ressources supplémentaires qui chaque année seront affectées à cet objet par le budget général.

Le fonds ainsi constitué est propriété exclusive de l'Etat, tandis que l'or de la Caisse de Conversion appartient à la Nation, et ne peut « en aucune circonstance » ou en vertu d'aucun ordre servir à un autre usage « qu'à celui de la conversion des billets ».

Aucune date n'a été fixée pour le commencement effectif de la conversion ; le choix en a été laissé à l'appréciation du pouvoir exécutif ; mais la loi de 1899 (1), bien que la conversion n'ait pas encore été décrétée, a

1. Loi n^o 3871 du 4 novembre 1899.

réussi à donner au commerce des bases certaines pour ses transactions et à éviter les fluctuations du change. Jusqu'à la guerre européenne l'agio sur l'or s'était stabilisé à 127 0/0.

Le succès de la réforme a semblé un instant compromis par les menaces de guerre avec le Chili : le budget de 1899 s'était soldé par un déficit de 858.444 piastres celui de 1900 par 858.444, celui de 1902, par 4.162.281. L'or avait été retiré de la Caisse, et le produit du droit additionnel de 5 0/0 affecté au service de la Dette flottante. Le traité d'arbitrage qui intervint avec le Chili mit fin à la période de paix armée et rétablit l'équilibre du budget, permettant de poursuivre la réforme commencée. L'action du gouvernement fut secondée par l'excellente récolte de 1902 qui provoqua un afflux d'or en Argentine. En 1903, la Caisse de Conversion avait reçu 40.041.420 pesos or et n'en avait délivré que 7.883.116. Cette année vit la stabilisation définitive du peso.

La guerre a eu sur la piastre argentine une répercussion favorable. Malgré la fermeture de la Caisse de Conversion à l'échange du papier, édictée le 6 août 1914, par la loi n° 9477, le peso n'a cessé de se maintenir au-dessus du pair. Il est actuellement coté aux environs de 5⁸⁰ (1). Cette situation d'ailleurs appelée à subsister est due aux achats des Alliés en Argentine. L'ère prospère que traverse ce pays, les ressources qu'il

1. Ce cours date de fin mars. Depuis le peso a considérablement haussé puisqu'il a été coté — le 10 mai, — 6,16 à Buenos-Aires.

a pu se constituer permettent de regarder son avenir économique avec une entière confiance.

CHAPITRE III

Stabilisation des changes dans un pays à étalon d'argent

1° *L'Empire des Indes.* — *L'Indian Coinage act*, fixant le régime monétaire de l'Inde, date du 6 septembre 1870 ; la frappe de l'or et de l'argent est libre, mais, en fait, on fabrique peu de pièces d'or. Les monnaies d'or sont le mohur ou pièces de 15 roupies, les $\frac{2}{3}$ de mohur, ou 10 roupies, le $\frac{1}{3}$ de mohur ou 5 roupies, et le double mohur ou 30 roupies. Une notification du 12 décembre 1870 supprime la frappe du double mohur. Quant au mohur et à ses sous-multiples, on n'en fabriquait plus lorsque l'act du 26 juin 1873 en supprima la libre frappe. Les monnaies d'argent sont la roupie, la $\frac{1}{2}$ roupie, le $\frac{1}{4}$ de roupie, et le $\frac{1}{8}$ de roupie. La roupie pèse 180 grains troy au titre de $\frac{11}{12}$.

La dépréciation de l'argent entraîna la baisse de la roupie. En 1872-1873, les traites et les transferts télégraphiques sur l'Inde, se vendaient au cours de 22 d. 754 la roupie, et successivement les années suivantes, 22 d. 351, 22 d. 156, 21 d. 626, 20 d. 508. En 1885-1886 le change était tombé à 18 d. 254, et en 1891-1892 à 16 d. 733.

Le gouvernement de l'Inde se préoccupa de cette situa-

tion. Au début, il ne songeait pas à modifier l'étalon ; il recherchait surtout les moyens d'élever le prix de l'argent par rapport à l'or en recourant à une entente internationale ; mais aucune solution n'intervenant dans cet ordre d'idées, sa politique s'orienta vers le monométallisme or. Le 21 juin 1892, le vice-roi des Indes, Lord Landdowe, d'accord avec son ministre des Finances adresse au Gouvernement de la métropole une dépêche ainsi conçue :

« S'il devient évident que la Conférence internationale (conférence réunie à Bruxelles) n'aboutissait pas
« et si un accord direct entre l'Inde et les Etats-Unis ne
« pouvait être conclu, le Gouvernement de l'Inde fer-
« merait aussitôt ses Hôtels de monnaie à la frappe
« libre de l'argent et prendrait ses dispositions pour
« l'introduction de l'étalon d'or ». Dans un autre télégramme du 22 janvier 1893, le vice-roi faisait l'exposé de son projet qui tendait à déclarer les pièces d'or anglaises legal tender aux Indes, sur le pied minimum de 13 1/2 roupies pour un souverain, soit 18 d. par roupie.

Un act du 26 juin 1893 ferma les Monnaies indiennes à la frappe libre de l'or et de l'argent. Seul le gouvernement conservait le droit de frapper des roupies argent en échange de pièces d'or. Pour cet échange, on établit un taux fixe de 1 roupie pour 16 d., alors que le change à la même époque revenait à 15 d. Cette décision amena la hausse des valeurs exprimées en roupies, et les transferts télégraphiques sur l'Inde se cotèrent, le 26 juin 1 s. 3 d. 8/16, le lendemain 1 s. 4 d. 1/32, le 30, 1 s. 3 d. 7/8.

Pendant les années qui suivirent, le cours se fixa comme suit :

1895-96 . . .	13 d.	101
1896-97 . . .	14	451
1897-98 . . .	15	354

En 1898, le Gouvernement de l'Inde voulut faire aboutir sa politique monétaire, et par une dépêche du 3 mars 1898 soumit à la métropole un projet consistant à maintenir le change à 16 d. alors que le cours réel était plus bas. Pour le relever, et provoquer des envois d'or par l'Angleterre, on proposait de restreindre la circulation des roupies par des retraits, qui d'après les calculs établis, ne devaient pas dépasser 240 millions. Une enquête ouverte aboutit au dépôt d'un rapport, le 2 juillet 1899. Or, dans l'intervalle, le change s'était fixé à 16 pence en raison de l'augmentation des exportations, et des emprunts faits à Londres. Le rapport concluait, en conséquence, que la contraction artificielle de la circulation n'avait plus aucune raison d'être et qu'au contraire elle entraînerait des souffrances momentanées sur le marché. Il se prononçait ensuite pour l'adoption du souverain anglais comme legal tender et la liberté entière d'importer ou d'exporter de l'or. La roupie conservait cours légal illimité avec un taux de conversion de 16 d. par roupie.

- Ces recommandations furent acceptées par la Métropole et transformées en loi par le Gouvernement de l'Inde, le 15 septembre 1899. L'Inde a ainsi deux monnaies légales à cours illimité : le souverain et le 1/2 sou-

verain ; la roupie et la 1/2 roupie argent. Mais tandis que la liberté de la frappe de l'argent est suspendue, l'or pourra être frappé en quantité illimitée à la succursale de la Monnaie royale de Londres, à ériger à Bombay.

En réalité, l'or n'a pu s'introduire dans la circulation qui presque intégralement reste composée de métal blanc. Aussi le rapport fixe de 16 d. par roupie n'intervient-il que dans les relations avec l'Angleterre. Comme le dit M. Arnauné, « ce n'est pas dans la circulation intérieure et contre des unités d'or indiennes « que la roupie d'argent s'échange suivant un rapport « fixe, c'est pour le règlement des dettes et créances « réciproques de l'Angleterre et de l'Inde, et en monnaie anglaise qu'il y a un pair de la roupie. Les dettes « de l'Inde qui sont nécessairement évaluées en argent « puisque l'Inde n'a pas d'autre monnaie sont admises « en compensation avec les dettes de l'Angleterre qui « peuvent être payées en or, exactement comme si les « unes et les autres étaient évaluées en or » (1).

Depuis 1899, le prix des transferts a évolué autour du taux de 16 d. sans beaucoup le dépasser en deça ou en delà, et ces variations se sont effectuées dans la mesure même où elles se seraient produites entre deux pays à étalon d'or effectif.

La réforme a été rendue possible par une balance du commerce constamment favorable.

La roupie s'est dégagée des fluctuations des cours du

1. Cité d'après Paul Alglave. La Question monétaire en Extrême-Orient, dans *Questions Monétaires Contemporaines*, p. 632.

métal blanc. C'est ainsi que la hausse de l'argent qui s'est constatée pendant les quatre dernières années paraît n'avoir eu aucune répercussion sur le change indien qui continuait à se coter à Londres aux environs de 16 31/32, alors que le cours moyen de l'argent s'était élevé de 27 9/16 pence l'once, en 1913, à 47 9/16, en 1918. Depuis avril 1918 la roupie se cote à 17 31/32, mais cette hausse est due à un surcroît de demandes de câble-transferts sur l'Inde.

TROISIÈME PARTIE

Politique de la France de 1914 à 1918 pour la régression et le raffermissement du franc sur les places étrangères.

La guerre a engendré pour la France une situation nouvelle. La balance commerciale constamment favorable a subi des modifications telles par suite de l'excédent énorme des importations qu'il a fallu de bonne heure se préoccuper, sinon d'une stabilisation, du moins du maintien au franc d'une certaine fermeté sur les places étrangères. Le déficit était aggravé par cette circonstance que pour ses achats la France a dû recourir à d'autres marchés que ceux auxquels elle s'adressait en période normale. C'est ainsi, par exemple, que la Russie ne pouvant plus livrer son blé, on dut, pour s'en procurer, mettre à contribution dans une large mesure les Etats-Unis et l'Argentine. Or, tandis que les achats en Russie se compensaient avec les coupons des titres appartenant à des Français, ceux effectués dans d'au-

tres pays devaient être réglés par des paiements effectifs. Néanmoins jusqu'aux premières semaines de 1915, le franc était partout coté avec prime. C'est qu'en effet, les commandes qui avaient pu être passées par l'Etat n'étaient pas encore ou livrées ou payables et que, par contre, la France, créancière de toutes les places étrangères continuait à percevoir les arrérages de ses titres. Il en résultait, pour elle, des rentrées d'or très importantes.

Mais cette situation ne tarda pas à se modifier. Il ne pouvait en être différemment. Le tableau comparatif que voici des importations et des exportations pendant les années 1912 à 1917 fait apparaître des déficits à tel point importants qu'on peut considérer comme un véritable tour de force le maintien du change français aux taux qu'il a conservés pendant la durée des hostilités :

	Importations	Exportations	Différence
	—	—	—
1912 . .	8.230.846	6.712.580	1.518.266
1913 . .	8.421.332	6.880.217	1.541.115
1914 . .	6.402.169	4.868.834	1.533.335
1915 . .	11.035.794	3.937.369	7.098.425
1916 . .	20.640.419	6.214.594	14.425.825
1917 . .	27.554.055	6.012.698	21.541.357
1918 . .	19.914.780	4.143.303	15.771.477
	(en milliers de francs)		

Pourtant, les importations ne pouvaient être réduites car elles intéressaient pour une forte part la défense nationale et cette seule considération devait écarter toutes autres.

Le rapport lu par M. Georges Pallain, gouverneur de la Banque de France, à l'Assemblée générale des Actionnaires du 27 janvier 1916, montre que la crise du change ne devait pas être traitée par les méthodes habituelles, et qu' « étant données les circonstances et l'état
« du marché des capitaux, une élévation du taux de
« l'escompte aurait été inopérante, tandis qu'elle ris-
« quait d'entraver la reprise des affaires et le rétablis-
« ment des crédits commerciaux ».

En effet, la politique du taux de l'escompte n'est pas praticable en temps de guerre. Elle suppose, en premier lieu, que les différentes places sont en étroite intimité et que les événements se produisant chez l'une auront leurs répercussions chez toutes les autres. Or, une des premières conséquences de la cessation de l'état de paix est d'entraîner la rupture des relations : la hausse du taux de l'escompte ne serait donc d'aucun attrait entre deux places ennemies.

De plus, le principal motif de l'élévation du taux de l'escompte qui est d'éviter les sorties d'or, disparaît, l'interdiction d'exporter ce métal suffisant à les empêcher.

Dans un autre ordre d'idées, la hausse du taux de l'escompte a, nous l'avons vu, pour effet de rétablir la balance en provoquant les exportations et en refrénant les importations ; mais, une part très importante de celles-ci étant faite pour le compte du gouvernement et pour les besoins de la guerre, la hausse des prix ne pourrait y mettre obstacle. Quant à celles résultant des transactions privées une réglementation étroite peut déterminer la limite qu'elles ne doivent pas dépasser.

L'inflation monétaire qui existe chez presque tous les belligérants fait encore que les disponibilités à l'intérieur sont amplement suffisantes pour répondre à tous les besoins qui peuvent se manifester, en sorte qu'il n'y a plus intérêt à attirer les capitaux étrangers.

Du moment que la politique du taux de l'escompte n'est plus efficace, il a fallu recourir à d'autres procédés pour éviter que le franc ne descendit au cours où la position de la balance du commerce devait normalement le placer. Le gouvernement n'a pas tardé à voir qu'il y avait là une situation à laquelle il fallait, au plus tôt, remédier : il y parvint par une série de mesures qui peuvent être réparties en trois catégories :

- a) Obtention de crédits à l'étranger ;
- b) Action directe sur la balance du commerce ;
- c) Contrôle et surveillance des opérations de change par une Commission *ad hoc*.

La politique de l'Etat a été complétée par une autre, parallèle et solidaire de la Banque de France.

PREMIÈRE SECTION

OBTENTION DE CRÉDITS

1° *Par l'Etat.* — L'Etat a réalisé à l'étranger des emprunts très importants. Il lui fallait régler ses importations de matériel de guerre et d'approvisionnements militaires, ce qu'il a fait, pour partie, avec les crédits qui lui ont été consentis par les pays alliés ou neutres chez lesquels il effectuait ses achats. Du 1^{er} août 1914 au 31 août 1918, les crédits ainsi obtenus se sont élevés à 25.678.966.000 francs, comme l'indique le rapport de M. Louis Marin, député, sur le projet de loi concernant l'émission de l'Emprunt de la Libération (1). Le tableau ci-annexé montre comment s'établit ce chiffre par année et par pays.

L'importance de ces crédits indique suffisamment la force dont ils ont pesé sur le bon maintien du change ; diverses circonstances en ont facilité l'obtention. En premier lieu, vient la garantie en titres constituée par l'Etat entre les mains de ses prêteurs. Pour pouvoir se procurer ces titres, il a recouru à ce qu'on a désigné du nom de « mobilisation du portefeuille étranger ».

En quoi a consisté cette mobilisation ?

Le 4 mai 1916, M. Ribot, Ministre des Finances, s'inspirant de l'exemple fourni par l'Angleterre a adressé

1. *Journal officiel*, 19 septembre 1918, p. 8194 et suiv.

	Du 1 ^{er} août 1914 au 31 déc. 1914 en milliers de francs	En 1915 en milliers de francs	En 1916 en milliers de francs	En 1917 en milliers de francs	Pendant les 8 premiers mois de 1918 en milliers de francs	Total en milliers de francs
Angleterre. . . .	50.440	1.028.976	3.990.232	5.223.730	2.259.549	12.552.927
États-Unis. . . .	51.800	1.327.116	809.944	6.637.910	3.060.344	11.887.114
Espagne.	»	»	37.000	64.000	225.000	326.000
Suède	»	»	36.389	7.385	2.913	46.687
Norvège.	»	»	12.561	35.325	19.592	67.478
Suisse	»	»	»	27.700	69.350	97.050
Hollande	»	»	»	24.960	8.320	33.280
Argentine	»	»	»	11.726	460.000	471.726
Japon	»	»	»	196.704	»	196.704
	102.240	2.356.092	4.886.126	12.229.440	6.105.068	25.678.966

au public l'appel suivant qui fut entendu par la majeure partie des porteurs de valeurs étrangères :

« Le Ministre des Finances fait appel aux porteurs de
« titres des pays neutres (Espagne, Suisse, Hollande,
« Pays Scandinaves, etc...) qui désireux de procurer au
« Trésor des moyens de paiement à l'étranger et de par-
« ticiper ainsi à la défense nationale, consentiront à
« prêter leurs titres à l'Etat en l'autorisant à les affec-
« ter à la garantie d'opérations de change.

« Ces valeurs ne seront pas immobilisées, car les prê-
« teurs pourront grâce à la création d'un certificat négo-
« ciable en Bourse, les vendre à tel ou tel acheteur, sous
« réserve, bien entendu, des droits conférés à l'Etat par
« l'acte de prêt ».

Des conditions de ce prêt, nous ne citerons qu'une seule qui attribuait aux prêteurs, en sus du montant des coupons, avec le bénéfice du change, une bonification égale au quart (25 o/o) du montant du revenu brut annuel sans bénéfice de change. Cette bonification devait être payée pour la première année, lors de la remise des titres et pour chacune des deux autres années en même temps que le premier coupon venant à échéance.

Les valeurs dont l'Etat devenait ainsi détenteur pouvaient être affectées par lui à la garantie des avances qui lui étaient consenties par les banques neutres. Celles-ci étaient d'autant mieux disposées à faire ces prêts qu'elles n'ignoraient pas que les fonds avancés ne quitteraient pas le pays et serviraient au développement de l'industrie nationale. C'eut été tarir une source impor-

tante de profits que de ne pas accorder les crédits demandés car les commandes de la France seraient allées se placer ailleurs.

Il est inutile d'ajouter que les considérations d'ordre sentimental tenant à la sympathie qu'inspirait la cause défendue par les Alliés n'ont pas été étrangères à la concession de ces facilités ; elles ont eu surtout l'occasion de se manifester lors de l'émission des divers emprunts nationaux de la France. Voici le chiffre des souscriptions à ces divers emprunts recueillies à l'étranger :

Emprunt 1915 . . .	612.825.000
— 1916 . . .	469.873.000
— 1917 . . .	122.265.000
— 1918 . . .	1.000.000.000 environ

qui ont d'autant accru les disponibilités en change de l'Etat.

2° *Par l'intervention de la Banque de France.* — *Politique de la Banque de France.* — Dans les premiers mois de la guerre, la Banque de France est intervenue sur le marché pour protéger les vendeurs de change qui ne pouvaient trouver à réaliser leurs traites qu'avec une perte sensible sur le pair, en leur achetant ces effets. Elle s'est ainsi approvisionnée en change.

Au contraire, à partir de 1915, elle a dû intervertir sa ligne de conduite : les cours, en effet, avaient évolué dans le sens que nous avons déjà indiqué, et il fallait autant que possible, les rapprocher du pair pour éviter de trop grandes perturbations au commerce. Non contente de vendre à ses propres guichets les effets qu'elle

détenait, la Banque de France estima utile d'intervenir plus directement « sur le marché même où s'élabore la cote ».

Mais pour vendre ce change, elle a imposé diverses conditions : il fallait qu'il fût nécessaire au commerce français et qu'il ne s'agît pas de simples opérations d'arbitrage que la Banque ne pouvait contrôler. Pendant la seule année 1915 elle vendit ainsi près de 500.000.000 de francs de remises sur l'Etranger. Mais les ressources en change qu'elle s'était constituées devaient à la longue s'épuiser en raison du déficit de la balance du commerce. Aussi le rapport de 1916 qui mentionne que les ventes de change de la Banque se sont élevées à plus de 3 1/2 milliards indique-t-il que la plus forte partie de ce montant a été obtenue par le crédit.

La politique de la Banque de France, à ce dernier point de vue, a consisté, au début, à aider à la reprise des crédits internationaux par le recours aux relations que les institutions de Banque possédaient à l'Etranger et que la guerre avait suspendues.

C'est ainsi que dès 1915, elle a donné sa garantie de change pour une avance consentie à une banque parisienne, et cautionné un crédit d'acceptation de 5 millions de livres ouvert pour un an par un groupe de banquiers de Londres. Sur le marché américain, la Banque a également fourni la garantie de change pour une avance de 2 millions de dollars.

Une opération plus importante a été le crédit Brown Brothers ouvert par un groupe comprenant 19 des principales banques et Trust Companies de New-York à un

groupe de banques françaises, portant sur 20 millions de dollars et réalisable par tirages à 90 jours de vue.

Divers autres crédits furent obtenus sous les auspices de la Banque de France qui intervenait soit pour donner sa garantie de change, soit pour cautionner les crédits d'acceptation (1). Dans certains cas, elle est simplement intervenue pour faciliter les négociations : c'est ainsi que le délégué de la Banque a négocié aux États-Unis au profit des villes de Paris, Bordeaux, Lyon et Marseille, des emprunts dont le produit a également contribué à la bonne tenue du franc.

Utilisation du stock d'or. — Ce qui a donné naissance à cette politique de crédits, c'est la constatation que les envois d'or à l'étranger n'auraient pu suffire à assurer le maintien du change. Au 31 juillet 1914, la Banque de France possédait dans ses caves un stock d'or s'élevant à 4.141 millions. Or, le déficit de la balance devait atteindre dans les derniers mois de la guerre une moyenne mensuelle de plus d'un milliard de francs. Eu

1. L'intervention de la Banque de France s'est produite essentiellement sous ces deux formes.

Lorsque la Banque de France donnait sa garantie de change, elle s'engageait à couvrir la Banque française qui lui cédait le crédit dont elle bénéficiait, contre toutes variations du change jusqu'au remboursement du crédit. La Banque de France ne fournissait donc aucune caution à la Banque anglaise ou américaine qui avait pour seul débiteur, tenu à son égard, la Banque à laquelle le crédit avait été consenti.

Dans les crédits d'acceptation, le rôle de la Banque de France était plus actif : elle ne se contentait pas seulement de donner sa garantie de change, mais encore elle fournissait sa caution et s'engageait vis-à-vis de la Banque étrangère à faire les fonds à l'échéance, si la banque française n'y pourvoyait.

égard à cette situation, ces réserves d'or ne pouvaient être d'aucun effet et y recourir pour tenter d'améliorer les règlements étrangers eut été vider sans profit aucun, les caisses de la Banque.

Néanmoins, cet or fut utilisé très opportunément en diverses circonstances.

C'est ainsi qu'à la suite d'un arrangement portant la date du 30 avril 1915, intervenu entre la France et l'Angleterre, la Banque de France céda, à titre de vente, à la Banque d'Angleterre 20 millions de souverains or, en contre-partie desquels le Trésor bénéficia d'un crédit de 62 millions de livres sterling. D'autres conventions suivirent sur les mêmes bases, et la Banque vendit à l'Angleterre, 35 millions de livres. Mais une modification très importante devait être apportée à ces conventions. A partir d'avril 1916, les envois d'or furent effectués, non plus à titre de vente, mais à titre de prêt restituable dans la période qui suivrait la conclusion de la paix au fur et à mesure de la liquidation des crédits correspondants. En décembre 1918, le total des sommes remises ainsi en dépôt s'élevait à 1.955 millions.

Les crédits accordés ont, dans une forte proportion, été rétrocédés par l'Etat à la Banque de France qui a pu les mettre à la disposition du marché en fournissant des traites aux importateurs français.

A la fin de 1916, les sorties d'or s'élevaient, au total, à 1.057 millions de francs, dont 900 à destination de l'Angleterre, indépendamment des envois à titre de prêt.

En 1917, la situation s'est modifiée par l'entrée en guerre des Etats-Unis; les avances de la Trésorerie américaine dispensent la Banque de France de recourir à de nouvelles expéditions de métal pour maintenir le change. Pendant tout l'exercice, elle exporta seulement 455 millions, dont 435 pour prêt à la Banque d'Angleterre et au Trésor Britannique. Ce furent les dernières sorties de métal que la Banque eut à supporter jusque fin 1918.

Depuis le début des hostilités, elle avait envoyé au dehors	3.022 millions
dont	1.955 »
à titre de prêt à la Banque d'Angle-	
terre, et	1.067 »
comme cession définitive	900 »
à l'Angleterre et	167 »
à divers Etats neutres.	

En regard de ce montant de 3.022 millions on doit placer les rentrées d'or, provenant surtout des versements du public, qui se sont élevées à 2.277 millions.

Le bilan de la Banque de France, au 24 décembre 1918, accusait une encaisse de 5.477.600.000, dont :

Or en caisse	3.440.500.000
Or à l'étranger.	2.037.100.000
	<u>5.477.600.000 (1)</u>

1. Prêts au Gouvernement britannique et dépôts en Russie et aux Etats-Unis.

DEUXIÈME SECTION

ACTION DIRECTE SUR LA BALANCE DU COMMERCE

Par diverses mesures l'Etat a voulu agir sur la balance du commerce. Ses initiatives dans cet ordre d'idées se sont directement inspirées du but à atteindre et comprennent :

- 1° Les interdictions d'importation ;
- 2° Les arrangements avec divers Etats alliés pour la levée des interdictions qui pouvaient entraver l'exportation des marchandises françaises ;
- 3° Vente de titres à l'étranger ;
- 4° Interdiction de la vente sur le marché français des titres appartenant à des étrangers.

1° *Interdictions d'importation.* — La plupart des prohibitions d'importation ont été motivées par le désir de réduire les paiements à l'étranger ; mais il en est quelques-unes qui ont été décidées dans le but de permettre à l'Administration de la Guerre d'exercer un contrôle efficace sur le commerce de certaines matières premières (métaux) intéressant les fabrications pour la Défense Nationale.

Une loi du 6 mai 1916 autorisa le Gouvernement à prohiber l'entrée en France des marchandises étrangères

ou à augmenter les droits de douane par décrets rendus en Conseil des Ministres. En vertu de cette loi, diverses interdictions furent prononcées (décrets 11 mai 1916, 16 septembre 1916, 26 septembre 1916, 28 septembre 1916, etc.) mais elles n'affectaient que certaines catégories de marchandises.

Le décret du 22 mars 1917 prit une mesure d'ordre plus général puisqu'il portait prohibition d'importer en France et en Algérie, sous un régime douanier quelconque, toute marchandise d'origine et de provenance étrangère. Cette prohibition ne s'appliquait pas :

a) Aux importations effectuées pour le compte de l'Etat.

b) Aux chargements expédiés directement pour la France et l'Algérie à une date antérieure à la publication du décret.

Des dérogations à cette interdiction pouvaient être accordées et, à cet effet, il fut institué auprès du Ministère du commerce un « Comité des Dérogations aux Prohibitions d'Entrée » qui avait pour mission d'établir et soumettre à l'approbation du Ministre : 1° les propositions de dérogation générale pour certaines marchandises ; 2° le contingent trimestriel des importations pour les produits déterminés par espèce et provenance ; 3° pour chaque contingent, un plan de répartition entre les différents groupements industriels ou commerciaux au prorata de leurs besoins indispensables.

Ce décret ne manqua pas de soulever des protestations très vives, et le premier acte du Comité des Dérogations fut de le suspendre provisoirement « en vue de ména-

ger dans la mesure du possible les intérêts du commerce d'importation ».

Cette liberté rendue à titre transitoire au commerce subsista jusqu'à l'arrêté du 13 avril 1917, qui classa les marchandises en trois catégories ;

1° Celles qui peuvent être importées sans autorisation préalable (marchandises énumérées dans la liste n° 1) ;

2° Celles qui ne peuvent être importées qu'à titre exceptionnel sous le couvert d'autorisations spéciales après visa du Comité des Dérogations (marchandises comprises dans la liste 2) ;

3° Celles qui sont placées sous le régime du contingent, qui, en conséquence, seront admises à l'importation jusqu'à concurrence des quantités fixées trimestriellement (marchandises qui n'ont pas été prohibées par les précédents décrets et qui ne sont pas comprises dans les listes 1 et 2).

Les marchandises figurant dans la liste 3 ont fait l'objet d'un décret du 14 avril 1917 investissant la Commission interministérielle des Bois et Métaux, par délégation permanente du Comité des Dérogations, du pouvoir d'accorder toutes autorisations en ce qui les concerne.

D'autres Comités furent institués : le Comité Général des Bois (décret du 3 juillet 1917), le Comité des Matières Grasses (décret du 13 juillet 1917), Commission des Diamants et Pierres fines (décret du 12 mai 1917), etc., qui recevaient également délégation permanente du Comité des Dérogations pour statuer sur les marchandises de leurs spécialités.

Un arrêté interministériel du 8 juillet 1917 mit fin au régime du contingent et assujettit à l'autorisation préalable l'importation des marchandises qui en bénéficiaient.

Enfin, un autre arrêté interministériel du 8 septembre 1917, portant règlement général des prohibitions d'entrée, modifie le régime de diverses catégories de marchandises.

1° Une liste A comprend les marchandises qui bénéficient d'une dérogation générale aux prohibitions d'entrée.

2° Les marchandises inscrites sur les listes B. C. D. E. F. G. peuvent bénéficier d'autorisations d'importation délivrées par les divers Comités institués.

Les autres dispositions de l'arrêté du 13 avril 1917 sont maintenues.

Cette réglementation a été complétée pour certaines marchandises dont l'importation a été placée sous le contrôle des ministères intéressés : des comités ont été constitués avec mission de « déterminer, centraliser, coordonner les besoins des services de l'Etat et du public » afin de limiter les achats à l'étranger au strict nécessaire.

2°. *Arrangements avec divers Etats alliés.* — Certains des Etats alliés ont pris, à l'égard des importations, les mêmes mesures restrictives que la France, fermant ainsi des débouchés au commerce français. Le gouvernement s'employa à mettre fin à ces obstacles et y réussit. Deux conventions ont été passées dans ce but, l'une avec l'Angleterre, l'autre avec l'Italie. La première nous

intéresse davantage car elle s'est inspirée uniquement de l'intérêt des exportateurs français alors que la deuxième semble avoir voulu favoriser les exportateurs italiens.

L'arrangement avec la Grande-Bretagne, porte la date du 24 août 1917. Il fixe le régime applicable en France à l'importation des marchandises britanniques et, en Grande-Bretagne, à l'importation des marchandises françaises. Son préambule marque bien que l'on a uniquement en vue de remédier à l'affaiblissement des exportations françaises.

« En raison des conditions tout à fait exceptionnelles
« résultant pour le commerce, l'industrie et les finan-
« ces de la France de l'extrême intensité de la mobilisa-
« tion ainsi que de l'occupation par l'ennemi d'une
« grande partie des régions industrielles de ce pays, ce
« qui a eu pour conséquence d'affecter sérieusement sa
« balance du commerce, les gouvernements britanniques
« et français sont d'accord pour appliquer momentanément
« au commerce entre les deux pays voisins, malgré
« le système des restrictions d'importation établi chez
« chacun d'eux, le régime spécial fixé ci-après.

« Le présent accord entrera immédiatement en
« vigueur et se poursuivra jusqu'à l'expiration d'un
« délai de dix jours après sa dénonciation sans que la
« validité des licences accordées antérieurement à la
« dénonciation puisse en être affectées ».

En conséquence, l'article 1^{er} déclare : « Il y aura
« liberté d'importation de France dans le Royaume Uni
« de tous les produits français non compris dans le

« tableau A ci-annexé sous licence délivrée par le « bureau anglais de Paris ».

Pour les produits inscrits au tableau A les licences d'importation seront délivrées aux importateurs dans le pays de destination, c'est-à-dire en Angleterre même. Les listes du tableau A énumèrent à cet égard trois classes de marchandises :

1^o celles dont l'importation a lieu sous licence spéciale et selon les besoins ;

2^o celles dont l'importation est prohibée ;

3^o celles soumises à un contingent qui est de 50 0/0 ou de 70 0/0, des quantités importées en 1913.

Le montant global de ce contingent en poids, volume ou valeur devra être fixé d'accord avec le *Board of Trade* et le bureau français des douanes de Londres.

Un régime analogue est adopté pour les importations en France de marchandises anglaises.

L'arrangement avec l'Italie du 30 mai 1917 est conçu sur les mêmes bases.

3^o *Ventes de titres à l'étranger.* — Dès le mois de juin 1915, M. Ribot, Ministre des Finances, eut l'idée de proposer aux capitalistes français l'achat par l'Etat au cours d'émission sur le marché français ou aux environs de ce cours, des obligations de diverses Compagnies américaines de Chemin de fer qu'ils pouvaient posséder. Cette opération présentait un grand avantage pour les porteurs qui se trouvaient garantis contre la baisse qu'avaient pu subir leurs titres, depuis l'émission. L'Etat a acheté ainsi un certain nombre de valeurs américaines qui lui permirent de se procurer du change. A

ce système d'achats s'est substitué le procédé de prêt que nous avons déjà étudié.

Comme pour les marchandises, l'Etat est intervenu pour faire lever l'interdiction de vente qui frappait à Londres, les titres qui n'étaient pas restés en Angleterre depuis le 30 septembre 1914. Un arrangement de février 1916, entre les Gouvernements français et anglais, ouvrit le Stock-Exchange aux titres britanniques détenus par des Français ; mais afin d'éviter des abus, les négociations sont subordonnées à certaines conditions. Il faut que les ordres de vente soient transmis à la Banque d'Angleterre par l'intermédiaire de la Banque de France qui, en présence des preuves qui lui auront été fournies, certifiera que les titres sont la propriété de Français depuis le 1^{er} août 1914. Le produit de la négociation sera affecté au paiement de sommes dues en Angleterre.

Pour ces opérations, la Banque de France offre de nombreuses facilités : elle prend à sa charge le port et l'assurance des titres et n'exige aucune commission ; les vendeurs n'ont à supporter que les frais perçus à Londres.

D'autre part, la Banque de France se charge de la transmission d'ordres de vente sur le marché de New-York et sur diverses places neutres. Fin décembre 1918, le nombre des ordres reçus s'élevait à 24.039, pour une valeur de réalisation d'environ 239 millions de francs.

4^o *Interdiction de la vente sur le marché français des titres appartenant à des étrangers.* — Les mesures prises à cet égard obéissent à deux ordres d'idées différents.

On veut, d'une part, s'assurer que les titres négociés sont possédés en vertu d'acquisitions régulières, et même aux Français domiciliés en France est interdite la vente des titres qu'ils ne possédaient pas avant le 1^{er} août 1914 ou qu'ils n'ont pas achetés ou souscrits régulièrement en France depuis cette date. D'autre part, on désire éviter que les vendeurs étrangers ou les Français domiciliés à l'étranger ne se constituent des créances sur la France par des réalisations de titres, et on leur interdit de façon absolue la vente de ces titres qui n'ont pas été achetés ou souscrits régulièrement en France depuis le 1^{er} août 1914.

Quant aux titres achetés à l'étranger depuis cette date, leur vente sur le marché français est interdite.

La note n° 9.835 du 12 avril 1917 de la Compagnie des Agents de Change qui nous fournit ces indications porte « que le but à poursuivre est d'empêcher, dans « l'intérêt supérieur de la Défense Nationale, par tous « les moyens possibles et sous quelque forme qu'elles « se présentent, les exportations de capitaux ».

TROISIÈME SECTION

RÉGLEMENTATION DES OPÉRATIONS DE CHANGE ET CONTRÔLE PAR UNE COMMISSION « AD HOC »

1^o *Projet de monopole des changes.* — La première question qui s'est posée en France au point de vue de la réglementation a été celle de savoir s'il ne convenait pas d'instituer un monopole du change. En juillet 1915, une réunion des représentants de la Haute-Banque et des grands établissements de crédit s'est tenue sous la présidence du baron de Rothschild et dans un mémoire daté du 1^{er} juillet s'est élevée contre ce projet dans les termes suivants :

« Le Ministre des Finances se préoccupe de la hausse
« désordonnée des changes. Après onze mois de guerre
« alors que nos exportations ont diminué d'une façon
« considérable, que les étrangers s'abstiennent de visiter
« la France, que bon nombre de coupons extérieurs
« dus aux Français ne sont plus payés et que, d'autre
« part, nos importations augmentent tous les jours d'im-
« portance il n'est pas étonnant que notre change se
« déprécie. Mais les sautes brusques qui se sont pro-
« duites ces temps derniers et qui peuvent causer la
« panique et la spéculation, si elles n'en sont pas déjà

« l'effet, ne pourraient-elles pas être évitées par un meilleur emploi des ressources dont on dispose ?

« A cet égard le Ministre des Finances a suggéré l'idée de la création d'un bureau de change, qui centraliserait les ressources et contrôlerait les ventes de manière à éviter certains abus possibles, la spéculation, et les exportations de capitaux.

« La question ainsi posée donne lieu, dit le mémoire, à une longue discussion dont les conclusions peuvent être ainsi résumées.

« Tout d'abord il semble impossible, en fait, de monopoliser les ressources à raison de la multiplicité de leurs provenances, les banques françaises et étrangères de toute importance : Banques privées, sociétés, établissements de crédit, changeurs, remisiers, coulisiers, recueillent les moyens de change sous des formes variées, papier de commerce ou financier, titres, coupons. Certaines grandes firmes commerciales font aussi le commerce de change. Comment obliger l'universalité des collecteurs ou créateurs de change à céder toutes leurs ressources au Bureau de Change. L'établissement de ce bureau n'empêcherait pas les transactions à côté.....

« Mais supposons le bureau créé. Comment pourrait-il fonctionner ? Et d'abord que devraient apporter les Banques au Bureau. Serait-ce la totalité de leurs ressources et en même temps le total de leurs demandes ? Chaque banque n'aurait-elle pas au contraire la prétention justifiée de servir d'abord sa propre clientèle, autrement dit de faire balance entre ses ressour-

« ces et ses besoins pour n'apporter au Bureau que le
« solde? Et puisque la balance économique nous est
« actuellement défavorable, le Bureau ne recevrait
« que des demandes, que ferait-il? »

Ayant ainsi montré que l'institution d'un Bureau de Change serait inopérante, le mémoire préconise les mesures suivantes :

Le Ministre des Finances devrait faire appel au patriotisme de tous et demander que d'une manière uniforme pour l'emploi de leur avoir à l'étranger, ils s'imposent les restrictions suivantes :

a) Eviter de fournir du change aux gouvernements étrangers sans autorisation du gouvernement français.

b) Eviter de donner du change aux banques étrangères établies en France sauf justification de besoins commerciaux de leur clientèle française.

c) Refuser absolument du change à ceux qui veulent expatrier des capitaux et spécialement acheter ou souscrire des valeurs mobilières à l'étranger.

En outre, le Gouvernement devrait recommander aux banquiers de faire tous leurs efforts pour se procurer des ressources au dehors par tous les moyens possibles n'engageant pas la Banque de France : ventes de titres, emprunts sur titres, etc.

Enfin, le mémoire demandait que le flot des dépenses civiles fut endigué.

Il n'est pas à dire que jusque-là le change n'ait été l'objet d'aucun contrôle. Dès 1915 la Banque de France exige pour procurer du change à son taux officiel, la

justification de besoins commerciaux français. Son rapport pour l'exercice 1917 indique encore que pour certaines catégories de dettes commerciales, le contrôle est exercé directement auprès des créanciers anglais ou américains par les fonctionnaires des agences financières du Trésor français à Londres et à New-York et que, dans ce cas, l'intervention de la Banque se borne à recevoir à ses guichets les versements en francs des débiteurs et à transmettre l'ordre de paiement à l'agence financière intéressée qui effectue le règlement.

2° *Le répertoire.* — Afin de rendre la surveillance plus complète une loi du 1^{er} août 1917, obligea :

« Quiconque fait profession ou commerce de recueillir acheter ou vendre, négocier, escompter, encaisser ou payer des monnaies ou devises étrangères : coupons, titres d'actions ou d'obligations négociables ou non négociables, quels que soient leur dénomination et le lieu de leur création, dont le montant ou le prix est payable à l'étranger en monnaies étrangères ou payable en France en monnaie française, ou après négociation à l'étranger, sur une disposition de l'étranger..... de tenir un registre.... sur lequel elles (les Banques) inscriront jour par jour chacune desdites opérations, ainsi que les ordres donnés de France pour la vente à l'étranger de francs ou devises en francs contre des monnaies ou devises étrangères.

Un arrêté du Ministre des Finances, en date du 4 septembre 1917 détermine le modèle de ce registre, et les indications qui y doivent être portées. Le répertoire est divisé en trois parties :

La première partie reçoit l'inscription des opérations ayant pour résultat de procurer, à celui qui tient le répertoire, des monnaies ou devises étrangères.

La deuxième partie reçoit l'inscription des ventes de monnaies ou devises étrangères.

La troisième partie reçoit l'inscription de diverses opérations de change à l'étranger qui se traduisent en France par un paiement en francs.

L'instruction ministérielle du 27 septembre 1917 fournit des précisions très détaillées sur la façon dont le répertoire doit être tenu, et les opérations inscrites.

Le contrôle est assuré par la remise périodique (les 10 et 25 de chaque mois) à la Commission des Changes des relevés du répertoire.

Les opérations de change ne sont pas encore réglementées par un texte législatif, mais diverses communications des ministères compétents avaient fait connaître aux Etablissements de crédit les vues du Gouvernement. Dans cet ordre d'idées, nous pouvons mentionner la circulaire adressée à ces institutions par le Ministre d'Etat, président du Comité de restriction, des approvisionnements et du commerce avec l'ennemi le 1^{er} octobre 1916. Elle traite des « placements à l'étranger » et indique qu'« il est contraire à l'intérêt national que des « remises ou des emplois de fonds à l'étranger aient lieu « en vue de placements nouveaux ou de spéculation ».

Une autre circulaire du 31 juillet 1917 du Ministère des Finances mentionnait que « est contraire à l'intérêt « de la France toute spéculation sur le change, c'est-à-dire tout achat de monnaies ou devises étrangères qui

« ne correspond pas à un paiement réel et prochain,
« mais qui constitue provision en vue d'une revente avec
« bénéfice ; les banques doivent s'en abstenir elles-
« mêmes et en détourner leurs clients.

« Est plus encore contraire à l'intérêt de la France
« toute exportation de capitaux, qui n'a pas pour but
« d'assurer le paiement d'une importation de marchan-
« dises en France, d'éteindre dans des conditions licites
« des dettes civiles ou commerciales échues, enfin de
« faire face aux besoins alimentaires des personnes qui
« résident hors de France mais qui y ont leurs biens. »

3° *La loi du 3 avril 1918 sur l'exportation des capi-
taux.* — Ces recommandations qui ne pouvaient qu'im-
primer certaines directives ont été sanctionnées par la
loi du 3 avril 1918 réglementant l'exportation des capi-
taux et l'importation des titres et valeurs mobilières.

Cette loi dans son article 1^{er} interdit à toute personne
résidant en France :

1° De constituer hors de France, par un moyen quel-
conque de crédit ou de change, à son profit ou au profit
de tous tiers, un avoir en titres ou en fonds, pour dépôt
ou placement, y souscrire à une émission, consentir un
prêt à une personne résidant hors de France, acheter
hors de France tous titres, biens ou produits quelcon-
ques, si l'opération implique, pour la personne qui
l'effectue, ou pour le compte de laquelle elle est effec-
tuée, un transfert quelconque de fonds ou de titres hors
de France ;

2° D'expédier hors de France, en vue de leur réalisa-
tion, par l'entremise d'une personne résidant hors de

France des titres dont la contrevaletur ne ferait pas l'objet d'une remise en francs, ou donnerait lieu à un crédit en monnaie étrangère dont l'emploi ne serait pas conforme aux dispositions de la loi.

Comme l'indique l'instruction du Ministère des Finances en date du 15 juin 1918, la loi du 3 avril « a eu pour « objet d'empêcher l'émigration des capitaux motivée, « soit par une spéculation sur le change, soit par des « dépôts, des placements à l'étranger, soit par des « achats de marchandises en vue de constituer des « stocks ».

Le mécanisme de la loi est basé :

1^o Sur la tenue du répertoire de change.

2^o Sur l'obligation pour les particuliers, quand il s'agit d'opérations dont le règlement exige un transfert de fonds supérieur à 1.000 francs de recourir aux banques tenant le répertoire des opérations de change et de fournir à ces banques une déclaration écrite précisant l'objet pour lequel les fonds ou titres sont envoyés à l'étranger.

Les transferts de fonds pour les causes énumérées dans l'article 1^{er} ne peuvent être effectuées qu'avec l'autorisation préalable de la Commission des Changes, indépendamment de la déclaration écrite indiquant l'objet de l'envoi. Cette autorisation peut être spéciale si elle concerne un transfert déterminé, — ou générale, — si elle s'applique soit à des transferts ou envois successifs de même nature, soit à des besoins en devises sur différents pays pendant un laps de temps déterminé.

D'autres transferts ne peuvent se faire que sur produc-

tion de certaines justifications légales. C'est lorsqu'ils ont pour objet le règlement des marchandises achetées à l'étranger. Si l'importation de ces marchandises est libre, l'importateur doit le mentionner sur la déclaration qu'il remet à la Banque. Si au contraire l'importation est réglementée, il doit présenter sa licence d'importation, — et depuis le 17 juin 1918, — la copie spéciale de cette licence qui lui aura été délivrée par les services de la douane.

Quant aux transferts ne rentrant dans aucune des deux catégories précitées, ils sont effectués sur simple déclaration : il en est ainsi notamment quand il s'agit de titres et fonds déposés en France par des étrangers.

Les Banques sont constituées par la loi de 1918 agents de contrôle des opérations de change : elles doivent avant de fournir aucun chèque ni transfert examiner sous leur propre responsabilité, si les conditions imposées par cette loi sont bien et dûment remplies. Pour les opérations qu'elles traitent entre elles, elles n'ont à se produire aucune justification — c'est à la banque qui est intervenue la première à se munir de toutes justifications utiles.

Il ne fallait pas que la loi du 3 avril 1918 mit obstacle aux opérations d'arbitrage qui ont pour but d'assurer au marché des moyens de change difficiles à obtenir directement. Aussi une circulaire du 17 octobre 1918 adressée aux Banques par la Commission des Changes indique-t-elle que les arbitrages restent possibles dans la mesure où ils ne constituent pas des opérations de simple contrepartie, négociées entre Banques fonctionnant

en France, ayant en vue la recherche d'un écart entre les cours d'achat et de vente. Par contre, il est recommandé d'user de l'arbitrage avec les places neutres pour faire face à l'insuffisance des devises neutres ou pour se procurer des devises plus recherchées par la cession d'autres qui le sont moins.

On laisse donc aux Banques une certaine latitude en leur demandant de s'abstenir d'opérations purement spéculatives.

La Commission des Changes par l'examen des extraits du répertoire qui lui sont régulièrement apportés s'assure que les principes de la loi sont respectés. Elle relève, s'il y a lieu, les contraventions. Mais son rôle ne s'est pas limité à cette surveillance ; elle est intervenue plus activement et a guidé les transactions commerciales vers les places où la perte du franc était plus sensible, par ses recommandations aux négociants qui sollicitaient d'elle l'autorisation nécessaire pour effectuer des règlements à l'étranger. Elle a pénétré ainsi dans le domaine même du change et contribué dans une certaine mesure au raffermissement du franc.

4° *Résultats obtenus.* — Nous résumerons les résultats de la politique que nous avons rapidement retracée, en extrayant du rapport présenté le 30 janvier 1919 à l'Assemblée Générale des Actionnaires de la Banque de France les lignes suivantes :

« Actuellement la prime est de moins de 3 o/o pour
« la livre sterling, et de 5 o/o pour le dollar. Dans la
« première quinzaine d'avril 1916, elle avait atteint, en
« moyenne, plus de 13 1/2 o/o pour la livre, et près de
« 16 o/o pour le dollar.

« Le rapprochement de ces chiffres montre l'amélioration réalisée. Elle n'a pas été moindre sur les devises neutres qui continuent toutefois à coter des primes variant entre 10 et 14 0/0 ».

Ainsi, malgré le chiffre énorme des importations, malgré l'inflation monétaire et la hausse des prix qui en a été la conséquence, le franc ne perdait sur les places où il était le moins favorisé que 13 et 14 0/0, et encore s'agit-il de pays où les achats de la France étaient peu importants. L'efficacité de la politique suivie se juge d'elle-même par ses résultats.

Voici la Cote des Changes à Paris, le 31 décembre 1918, avec l'indication du pair de chaque devise par rapport au franc.

Londres	1 livre = 25,22 1/2 fr.	25,975
New-York	100 \$ = 518,25 fr.	545
Madrid	100 pes. = 100 fr.	109 1/2
Amsterdam . . .	100 flor. = 208,30 fr.	232
Rome	100 lire = 100 fr.	85
Copenhague . . .	100 k. = 139 fr.	146 1/2
Stockholm	100 k. = 139 fr.	159
Christiania . . .	100 k. = 139 fr.	153 1/2
Genève	100 fr. = 100 fr.	113 (1)

1. Cette situation s'est brusquement modifiée fin février dernier. La suppression des crédits par le Trésor britannique mit fin à l'intervention du Ministère des Finances sur le marché des changes et la livre sterling qui avait été stabilisée aux environs de 26 francs a été portée, en quelques séances, à 27 fr. 80. Elle a atteint, le 10 mai, le cours de 29 francs. Le dollar a enregistré une hausse analogue et il en a été de même de toutes les devises.

CONCLUSION

Dans le cours de ce travail nous avons examiné les diverses questions qui peuvent se poser, au point de vue du change, dans un pays qui ne jouit plus d'une circulation saine, et nous avons dégagé certaines conclusions quant à l'influence de la dépréciation de la monnaie sur l'économie générale et notamment sur le niveau des prix. Notre développement nous a permis de déduire que la dépréciation, quand elle s'est stabilisée, n'est ni un mal, ni un bien. Cette vérité prend, dans les circonstances actuelles, une particulière importance. La guerre a obligé divers pays dont le régime monétaire était des mieux assis, à des excès d'émission qui ont produit le résultat qu'on en devait attendre. Tous les prix ont haussé et le coût de la vie est devenu un véritable problème pour les gouvernants.

Les produits et marchandises sont surévalués, les profits ont considérablement augmenté, les rentrées des impôts s'effectuent plus régulièrement et la nation semble plus riche. Mais il n'y a là qu'une simple apparence, la fortune privée est plus forte parce qu'évaluée en une monnaie dont le pouvoir d'achat s'est réduit. Tout est relatif.

Les salaires nominaux de certaines catégories de tra-

vailleurs ont aussi augmenté, et on peut dire que si on dépense plus, on gagne aussi davantage. Cette situation ne serait donc pas inquiétante si la généralité des revenus avait subi une augmentation proportionnelle à la hausse de toutes choses. Malheureusement, il n'en est pas ainsi. Des petits rentiers qui, avant la guerre, jouissaient d'un revenu les mettant en posture de pourvoir à leur subsistance, sont réduits maintenant à une situation difficile. De même, les employés de diverses administrations publiques et privées n'ont pas vu leurs émoluments élevés dans la mesure où l'exigeait la cherté de la vie. A cet égard, les chefs d'entreprise devraient considérer comme un véritable devoir social d'assurer au personnel qu'ils occupent une existence « honorable », ce qui d'ailleurs serait de leur intérêt bien compris.

Le problème du change est un des plus brûlants de ceux qui devront être résolus quand sera envisagée la liquidation économique de la guerre. Nous nous en sommes tenu dans notre exposé à l'étude des mesures prises pour la bonne tenue du franc, mesures qui toutes ont obtenu un plein succès. En ce qui concerne notamment les crédits, les sommes qu'ils ont procuré à l'Etat se chiffrent par 26 milliards de francs; ce montant ne comprend pas les crédits accordés aux diverses banques françaises avec ou sans l'intervention de la Banque de France. Le remboursement de ces prêts nécessitera de fortes ressources et entraînera des demandes de change qui produiront sur le marché l'effet inévitable de provoquer une baisse du franc par rapport aux monnaies

étrangères demandées, à moins qu'une consolidation n'accorde à l'Etat la faculté de se libérer par des versements échelonnés sur une période plus ou moins longue, ce qui espacerait les demandes et permettrait au commerce de se constituer des créances pour y faire face.

Il reste encore à examiner ce que sera le change lorsque le commerce et l'industrie reviendront à leur état normal par le rétablissement des libertés supprimées. Dans les années qui ont précédé la guerre les règlements internationaux étaient favorables à la France, bien que les importations fussent supérieures aux exportations, le déficit était comblé par le revenu du portefeuille étranger. Or, la valeur de celui-ci s'est considérablement réduite par les ventes effectuées, ou la déconfiture des Etats émetteurs. La balance ne pourra donc être désormais équilibrée qu'à l'aide des exportations encore accrues par la nécessité d'assurer à l'Etat des moyens de règlement pour le paiement des intérêts ou du capital de ses emprunts.

L'avenir du franc, peut-on conclure, est dans le plus grand développement du commerce d'exportation, — partant de la prospérité de l'industrie nationale qui doit bénéficier de tous les concours qui lui sont indispensables — et dans le maintien d'un pair correspondant à la situation monétaire intérieure telle que nous venons succinctement de l'analyser.

VU :

Le Président de la thèse,
H. TRUCHY.

VU :

Le Doyen,
F. LARNAUDE.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,
L. POINCARÉ

OUVRAGES CONSULTÉS

Ouvrages généraux

- C. COLSON. — Cours d'Economie politique, 6 vol. Paris, Gauthier-Villars et Félix Alcan, 2^e éd., 1909.
- Charles GIDE. — Cours d'Economie politique, 1 vol. Paris, Larose et Tenin, 2^e éd., 1911.
- Paul LEROY-BEAULIEU. — Traité théorique et pratique d'Economie politique, 4 vol. Paris, Guillaumin, 3^e éd., 1900.
- David HUME. — Œuvre Economique, trad. franç. par M. Fromentin, Paris, Guillaumin et Cie, 1 vol.
- Stuart MILL. — Principes d'Economie politique, trad. franç. par H. Dussard et Courcelle-Seneuil, Paris, Guillaumin et Cie, 1873, 2 vol.
- RICARDO. — Œuvres complètes, trad. franç. par MM. Constancio et Alc. Fonteyraud, Paris, Guillaumin et Cie, 1847, 1 vol.

Ouvrages spéciaux

- Paul ALGLAVE. — La Question Monétaire en Extrême-Orient, dans *Questions monétaires contemporaines*, 1 vol. Paris, Larose et Tenin, 1905.
- Maurice ASIAUX. — Principes de la politique régulatrice des changes (études sociales des Instituts Solvay), 1 vol. Bruxelles, Misch et Thron, 1910.
- Auguste ARNAUNÉ. — La Monnaie, le Crédit et le Change, 1 vol. Paris, Félix Alcan, 4^e édition, 1910.
- BAUGNIES. — La réforme monétaire austro-hongroise. *Annales de l'Ecole des Sciences politiques*, 1894

- Paul CAHEN. — L'abolition du cours forcé en Russie et en Autriche dans *Questions monétaires contemporaines*, 1 vol. Paris, Larose et Tenin, 1905.
- CONANT. — Monnaie et banque, trad. franç. par Raphaël-Georges Lévy, 2 vol. Paris, Giard et Brière, 1907.
- Jean FAVRE. — Les Changes dépréciés, 1 vol. Paris, Chevalier et Rivière, 1906.
- Henri GERMAIN. — Lettre sur le Change espagnol, journal *Le Temps*, 4 avril 1902.
- GOSCHEN. — Théorie des Changes étrangers, trad. franç. par Léon Say, Paris, Guillaumin, 1896, 4^e éd., 1 vol.
- Jacques LYON. — La Politique monétaire des républiques de l'Argentine et du Brésil, dans *Questions monétaires contemporaines*, 1 vol. Paris, Larose et Tenin, 1905.
- MASSON-FORESTIER. — Caisse de conversion Argentine-Brézil, thèse Paris, 1913.
- Bertrand NOGARO. — Le rôle de la Monnaie dans le Commerce International et la Théorie quantitative, thèse Paris, 1904.
- Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation, *Revue économique internationale*, 1908.
- Le Problème du change espagnol, *Revue économique internationale*, 1910.
- Jacques PALLAIN. — Les changes étrangers et les prix, thèse Paris, 1905.
- Raphaël-Georges LÉVY. — Banques d'Emission et Trésors publics, 1 vol. Paris, Félix Alcan, 1911.
- Paul REBOUD. — Essai sur les Changes étrangers, 1 vol. Paris, Arthur Rousseau, 1900.
- Georges ROUX. — Le Change espagnol et son amélioration actuelle, 1 vol. Montpellier, Coulet et fils, 1911.
- Rosso. — Caisse de Conversion argentine, thèse Toulouse, 1916.
- Arthur RAFFALOVITCH. — Le marché financier en 1893-94.
- René THERY. — Rapport des changes avariés et des règlements extérieurs, thèse Paris, 1902.

Politique de la France

- Les finances au Service du Pays. Paris, L. Tenin, 1917, in-8.
- Marius DUJARDIN. — Réglementation des exportations et des importations pendant la guerre. Paris, E. Morin et Millaut, 1917.

L'Economiste français (Collection 1914 à 1918).

Le Temps (Collection 1914 à 1918).

Rapports de la Commission des Changes.

Rapports présentés aux Assemblées Générales des Actionnaires de
la Banque de France.

Journal officiel.

Annuaire de la Statistique générale de la France.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	I

PREMIÈRE PARTIE

Causes et conséquences des mouvements du change

PREMIÈRE SECTION. — Etude des causes qui influent sur les changes	3
Chapitre premier. — Balance des règlements	3
Chapitre II. — Dépréciation de la monnaie intérieure	9
Chapitre III. — Quid des événements militaires ? Mesure dans laquelle ils agissent	15
DEUXIÈME SECTION. — Des effets des mouvements du change et intérêt de la stabilisation.	26
Chapitre premier. — Mouvements du change et prix intérieurs	26
1 ^o Dans un pays à monnaie saine	27
2 ^o Dans un pays à monnaie dépréciée	34
Chapitre II. — Réaction des changes sur la balance du commerce	39
Chapitre III. — Mouvements du change et la vie écono- mique	42

DEUXIÈME PARTIE

Politiques de stabilisation

PREMIÈRE SECTION. — De la stabilisation des changes dans un pays à monnaie saine	49
---	----

	Pages
1 ^o Politique du taux de l'escompte	51
2 ^o Politique des devises	56
DEUXIÈME SECTION. — De la stabilisation des changes dans un pays à monnaie dépréciée.	
1 ^o Comment la stabilisation peut-elle être obtenue .	59
2 ^o Détermination du nouveau pair	60
3 ^o Comment se procurer les moyens financiers indispensables	62
4 ^o Restauration monétaire ou simple stabilisation .	63
5 ^o Maintien du nouveau pair.	63
TROISIÈME SECTION. — Stabilisations réalisées.	66
Chapitre premier. — Restaurations monétaires.	67
1 ^o Autriche-Hongrie	67
2 ^o Russie.	73
Chapitre II. — Stabilisation obtenue par l'institution d'une Caisse de Conversion	78
1 ^o République Argentine.	78
Chapitre III. — Stabilisation des changes d'un pays à étalon d'argent.	84
1 ^o L'Empire des Indes.	84

TROISIÈME PARTIE

Politique de la France de 1914 à 1918 pour la régression et le raffermissement du franc sur les places étrangères.

PREMIÈRE SECTION. — Comment la question s'est posée.	89
Obtention de crédits :	
1 ^o Par l'Etat	93
2 ^o Par l'intervention de la Banque de France. Politique de la Banque. Utilisation du stock d'or . .	96
DEUXIÈME SECTION. — Action directe sur la balance du commerce.	101
1 ^o Interdictions d'importation	101

	Pages
2 ^o Arrangements avec divers Etats alliés pour favoriser les exportations.	104
3 ^o Ventes de titres à l'étranger	106
4 ^o Interdiction de la vente sur le marché français des titres appartenant à des étrangers	107
TROISIÈME SECTION. — Réglementation des opérations de change et contrôle par une Commission « ad hoc ».	
1 ^o Projet de monopole des changes	109
2 ^o Répertoire du change	112
3 ^o La loi du 3 avril 1918 sur l'exportation des capitaux.	114
4 ^o Résultats obtenus	117
CONCLUSION	119
BIBLIOGRAPHIE	123

